

**SCHWEIZER  
PERSONAL  
VORSORGE**

**PREVOYANCE  
PROFESSIONNELLE  
SUISSE**

# Erwartete Rendite Rendement attendu



**vps.epas**

Informer,  
perfectionner, réseauter.



Mitbestimmung des Personals: Ein wegweisendes Urteil Seiten 89 bis 96

Codécision du personnel: un arrêt de référence Pages 90 à 97

# Investors Life

**Für alle Anleger, die verantwortungsbewusstes Engagement mit Rendite verbinden möchten:** Unsere Anlageentscheide gründen auf der langfristigen Beurteilung von Risiko und Rendite. Wir führen Umwelt-, Sozial- und Unternehmensführungs-Kriterien (ESG) in einem kontrollierten Anlageprozess mit Risikofaktoren und finanziellen Zielen zusammen. So können Kunden gleichzeitig ökonomischen, sozialen und ökologischen Nutzen realisieren. Für eine selbstbestimmte Anlagestrategie und finanzielle Zuversicht.

**SwissLife**   
Asset Managers

**Kaspar Hohler**  
 Chefredaktor  
 «Schweizer Personalvorsorge»



## Grosse Erwartungen

«Was erwartest du vom Leben?», fragt der Protagonist im Klassiker «On the Road» von Jack Kerouac nach eigenem Bekunden alle jungen Frauen. Als ich dies mit etwa 20 las, hoffte ich, für einmal einen praktischen Nutzen ziehen zu können aus all den Büchern, die ich las. Die Frage bewährte sich zwar effektiv als Einstieg zu einigen (wenigen) interessanten Gesprächen. Die Beziehungen zu den Gesprächspartnerinnen entwickelten sich aber, wenn überhaupt, in eine platonische Richtung – die Frage trug somit andere Früchte, als ich mir ob der Kerouac-Lektüre erhofft hatte.

Ich hatte damals auch selber darüber nachgedacht, was ich vom Leben erwartete (nicht zuletzt auch, um auf die Gegenfrage «Und du?» vorbereitet zu sein). Was ich mir gedacht hatte, weiss ich heute nicht mehr. Es war aber sicher nicht, mich hauptberuflich mit Pensionskassenfragen zu beschäftigen, morgens immer um 6 Uhr aufzustehen oder jeden Sommer in einem lauschigen Dörfchen in Apulien die Ferien zu verbringen, wo die Familie meiner Frau herkommt.

Die erwartete Rendite einer Pensionskasse, dieser Hinweis fiel in der Planungssitzung für dieses Heft, ist ein «moving target»: Sie bewegt sich ständig. Was heute als korrekt angesehen wird, muss es in einem Jahr nicht mehr sein. Auch das Leben ist ein moving target. Unsere Pläne, unsere Erwartungen entwickeln sich dabei in unterschiedlichen Geschwindigkeiten. Während sich einige Projekte und Ziele über Jahre entlang unserer Ideen und Hoffnungen entwickeln können, zerbrechen sich andere Erwartungen innert Sekunden. Die Kunst des Lebens besteht wohl darin, in diesem Spannungsfeld aus Erwartungen, Hoffnungen, Enttäuschungen und Überraschungen so zu navigieren, dass man guten Mutes und sich selber treu bleibt.

Und was erwarten Sie vom Leben? |

## De grandes attentes

Dans «Sur la route», le livre culte de Jack Kerouac, le protagoniste dit poser la même question à toutes les jeunes femmes qu'il entend séduire: «Qu'est-ce que tu attends de la vie?» Quand j'ai lu ce classique à 20 ans, je me suis dit qu'enfin j'avais pu tirer un conseil pratique d'une de mes nombreuses lectures. Et il est vrai que la question m'a permis d'entamer quelques (rares) conversations intéressantes. Cependant, quand les relations avec les femmes ainsi apostrophées se développaient, ce qui n'était pas acquis d'avance, elles prenaient une direction platonique – la question dont j'avais tant attendu en lisant Kerouac n'avait donc pas porté les fruits que j'en espérais.

A cette époque je réfléchissais aussi à ce que j'attendais de la vie (notamment pour avoir une réponse toute faite si mon vis-à-vis me demandait «Et toi?»). Aujourd'hui, je ne me souviens plus de ce que j'avais pensé à l'époque. Certainement pas que j'allais m'occuper à plein temps de questions relatives aux caisses de pensions, me lever à 6 heures tous les matins, ou passer mes vacances chaque été dans un petit village bucolique des Pouilles d'où est originaire la famille de mon épouse.

Au moment de planifier le présent numéro de notre revue est tombée l'expression «cible mouvante» pour caractériser le rendement attendu qui est constamment en mouvement. Ce qui semble correct aujourd'hui ne le sera peut-être plus dans un an. La vie est aussi une cible mouvante. Nos projets, nos attentes évoluent à des rythmes différents. Si certains projets et objectifs peuvent prendre forme au fil des ans et au gré de nos idées et de nos espoirs, d'autres attentes se brisent en quelques secondes. L'art de vivre consiste probablement à naviguer entre les attentes, les espoirs, les déceptions et les surprises sans jamais perdre espoir et en se restant fidèle à soi-même.

Et vous, qu'est-ce que vous attendez de la vie? |



Investment  
Managers

# Neue Perspektiven für Aktien- investments

## Ergreifen Sie mit unseren Themenfonds die Wachstumschancen von morgen.

Enorme technologische Fortschritte und demografische Veränderungen haben Unternehmen geholfen, mehr Branchen und Länder abzudecken als je zuvor. Aber ein Grossteil der Anleger verlässt sich bei Investments nach wie vor auf traditionelle Sektorabgrenzungen. Unsere thematischen Aktienstrategien bieten Investoren die Möglichkeit, sich auf langfristige Wachstumstreiber zu konzentrieren und somit vom Wandel der Wirtschaft zu profitieren.

Investitionen sind mit Risiken verbunden, einschliesslich Kapitalverlust.

### ERFAHREN SIE MEHR:

+41 58 360 79 00

[INSTICLIENTSERVICE\\_CH@AXA-IM.COM](mailto:INSTICLIENTSERVICE_CH@AXA-IM.COM)

[WWW.AXA-IM.CH/EVOLVINGECONOMY](http://WWW.AXA-IM.CH/EVOLVINGECONOMY)

Die hier von AXA Investment Managers bereitgestellten Informationen dienen Werbezwecken und richten sich an qualifizierte Anleger nach Schweizer Recht. Es liegt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten vor. Die hier enthaltenen Meinungsäusserungen geben die aktuelle Einschätzung von AXA Investment Managers zum Zeitpunkt der Erstellung wieder. Diese Einschätzung kann sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Eine Haftung oder Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen wird von AXA Investment Managers nicht übernommen. Wir bitten Privatanleger, sich an ihren Anlageberater zu wenden.

**EDITORIAL**

- 01** Grosse Erwartungen  
*Kaspar Hohler*

**AKTUELL**

- 04** Nachhaltige Anlagen:  
Die Wirkung rückt in den Fokus  
*Sabine Döbeli*
- 10** Courtagen: Die Kosten bleiben im System  
*Interview mit Markus Lehmann*
- 13** Courtagen: Versicherte sind die Verlierer  
*Interview mit Eliane Albisser*
- 18**  BVG-Reform:  
Sozialpartnerkompromiss alternativlos  
*Interview mit Gabriela Medici*
- 20** Real erfreuliche Verzinsungsjahre  
*Grafik des Monats*
- 24** Eine weitgehend intakte Vorsorge –  
sofern man noch eine Arbeit hat  
*Kommentar von Jérôme Cosandey*

**AUS DEM BUNDESHAUS**

- 25** Finanzierung via Sicherheitsfonds  
gewinnt Sympathie  
*Claude Chatelain*

**PRESSESPiegel**

- 31** Tante-Emma-Investoren  
mit glücklichem Händchen  
*Judith Yenigün-Fischer*

**INDIZES**

- 75** Fluch und Segen von Derivaten  
*Kaspar Hohler*

**KAPITALANLAGEN**

- 76** Anlagestrategie neu gedacht  
*Joe McDonnell*

**IMMOBILIEN**

- 80** Immobilien Ausland: Unsichere Bewertungen,  
eingeschränkte Liquidität  
*Tobias Marcin*

**RECHTSFRAGEN**

- 89**  Urteil 9C\_409/2019:  
Wechsel der Vorsorgeeinrichtung  
*Laurence Uttinger*
- 92** Urteil 9C\_409/2019:  
«Im Einverständnis mit dem Personal»  
*Franziska Bur Bürgin*
- 96** Anschlusswechsel: Gemeinsam wählen  
*Interview mit Aldo Ferrari*
- 99**  Umwandlungssatz: Innovation statt  
Jammern und Ausblutung  
*Hans-Ulrich Stauffer*
- 104** Praktische Umsetzung  
der freiwilligen Weiterversicherung  
*Isabelle Vetter-Schreiber, Claudia Caderas*

**INTERNATIONAL**

- 108** Nach dem Brexit – was gilt?  
*Matthew Glass*

**LESERSERVICE**

- 28** Fachliteratur
- 82** Stelleninserat
- 112** Vorschau/Impressum

*Stiftungsräte/Conseils de fondation*  
Die grünen Artikel richten sich speziell an  
Führungsglieder von Vorsorgeeinrichtungen

**EDITORIAL**

- 01** De grandes attentes  
*Kaspar Hohler*

**ACTUEL**

- 07** Placements durables:  
l'impact en point de mire  
*Sabine Döbeli*
- 15** Du déclenchement du plan de continuité  
à la sélection des pratiques à conserver  
*Interview avec Philippe Doffey*
- 19**  Le compromis des partenaires  
sociaux sans alternative  
*Interview avec Gabriela Medici*
- 20** Des années d'intérêts réels réjouissants  
*Graphique du mois*
- 22** Actualités en Suisse Romande:  
une nouvelle formation et  
des PME vaudoises affaiblies  
*Geneviève Brunet*
- 23** Une prévoyance largement intacte –  
pour qui garde son emploi  
*Commentaire de Jérôme Cosandey*

**DU PALAIS FEDERAL**

- 27** La cote de sympathie monte pour  
le financement via le fonds de garantie  
*Claude Chatelain*

**ECHOS DE PRESSE**

- 29** Des petits investisseurs  
à la main heureuse  
*Judith Yenigün-Fischer*

**INDICES**

- 75** Calamité et bénédiction  
des produits dérivés  
*Kaspar Hohler*

**PLACEMENTS**

- 78** La stratégie de placement repensée  
*Joe McDonnell*




**IMMOBILIER**

- 83** Des évaluations incertaines,  
une liquidité restreinte  
*Tobias Marcin*

**PORTRAIT CAISSE DE PENSION**

- 86**  PACT Fondation de prévoyance
- 87**  Une fondation tournée vers l'avenir  
*Interview avec Michel Bagattini*


**QUESTIONS DE DROIT**

- 90**  Arrêt 9C\_409/2019:  
Changement d'institution de prévoyance  
*Laurence Uttinger*
- 94**  Arrêt 9C\_409/2019:  
«Après entente avec le personnel»  
*Franziska Bur Bürgin*
- 97**  Changement d'affiliation: un choix commun  
*Interview avec Aldo Ferrari*

- 101**  Taux de conversion: l'innovation plutôt  
que les lamentations et l'hémorragie  
*Hans-Ulrich Stauffer*

- 106**  Mise en œuvre pratique du maintien  
facultatif de l'assurance  
*Isabelle Vetter-Schreiber, Claudia Caderas*

**INTERNATIONAL**

- 110**  Après le Brexit – quelles règles s'appliquent?  
*Matthew Glass*

**33–73**

AKZENT / ACCENT

Erwartete Rendite  
Rendement attendu**vps.epas.ch**

Auf unserer Website lesen Sie eine  
Zwischenbilanz zum ersten Halbjahr 2020  
für Pensionskassen.

Sur notre site web, vous pouvez lire  
un bilan intermédiaire de la première moitié  
de l'année 2020 pour les caisses de  
pensions.

## Nachhaltige Anlagen bei Schweizer Investoren

# Die Wirkung rückt in den Fokus

Die neueste Erhebung zu nachhaltigen Anlagen in der Schweiz zeigt ein enormes Wachstum entsprechender Investitionen.

Die meisten Investoren kombinieren dabei mehrere Ansätze.

## IN KÜRZE

Das Wachstum nachhaltiger Investitionen in der Schweiz geht bisher ohne regulatorische Vorgaben vorstatten. In der EU wird insbesondere an einer Taxonomie gearbeitet.

Nachhaltige Anlagen sind im Standardgeschäft angekommen. Dies zeigt die jüngste Marktstudie von Swiss Sustainable Finance (SSF), die sämtliche in der Schweiz verwalteten Vermögen erfasst, die Umwelt-, Sozial- und Governance-faktoren (ESG-Faktoren) in einer strukturierten Weise in den Anlageprozess integrieren.

Bereits 1163 Mrd. Franken betrug der Umfang solcher Anlagen per Ende 2019, was ein Wachstum von 62 Prozent gegenüber dem Vorjahr darstellt (siehe erste Grafik) und rund einem Drittel aller in der Schweiz verwalteten Vermögen entspricht. Dazu zählen nachhaltig verwaltete Anlagefonds, die mit 147 Prozent ein enormes Wachstum zeigten, nachhaltige Mandate, die sich fast verdoppelten, sowie nachhaltige Vermögenswerte von Asset Ownern, die im vergangenen Jahr um vergleichsweise bescheidene 6 Prozent zunahmen und per Ende 2019 bei 483.7 Mrd. Franken standen. Doch was steht hinter diesen enormen Wachstumswerten und was bewirken diese Investments?

### Zunahme von drei Effekten getrieben

Drei Faktoren waren die Haupttreiber für die erneut deutliche Zunahme:

- Erstens werden ESG-Ansätze auf immer grössere Anteile der hierzulande verwalteten Vermögen angewandt und mehr Kundengelder fliessen in nachhaltige Produkte.
- Im vergangenen Jahr hat zweitens auch die positive Marktentwicklung mit rund 18 Prozentpunkten zum Wachstum beigetragen.
- Und drittens wurde die Methodik leicht angepasst, was dazu geführt hat, dass Studienteilnehmer mehr Fonds und Mandate als nachhaltig gemeldet haben.



**Sabine Döbeli**

CEO, Swiss Sustainable Finance

Was etwas erstaunt, ist die vergleichsweise geringe Wachstumsrate bei den von institutionellen Asset Ownern verwalteten Vermögen. Hier hat ein Sondereffekt gewirkt (nämlich Korrekturen bei einigen grossen Institutionen). Ohne diesen Effekt hätte das Wachstum immerhin rund 45 Prozent betragen.

### Welche Ansätze verfolgen die Investoren?

Die Ansätze ESG-Integration und Ausschlüsse landeten volumenmässig auf den ersten beiden Rängen, genau wie im letzten Jahr. ESG-Engagement ist auf den dritten Platz vorgerückt. Es fällt auf, dass ergebnis- und wirkungsorientierte Ansätze (Engagement, Stimmrechtsausübung und Impact Investing) alle mit dreistelligen Wachstumsraten zugelegt haben.

Dies ist ein deutliches Zeichen einer neuen Phase nachhaltigen Investierens. Wo nachhaltige Investoren früher ihre Aufmerksamkeit oft auf die Wertorientierung oder die Verbesserung des Risiko-Rendite-Profiles legten, wird heute zunehmend der Beitrag zu einer nachhaltigeren Wirtschaft betrachtet.

### Verschiedene Methoden werden kombiniert

In der diesjährigen Studie wird zum ersten Mal beleuchtet, wie die verschiedenen Nachhaltigkeitsansätze in der Praxis kombiniert werden. Jeder der acht gängigen Ansätze hat einen anderen Schwerpunkt und passt zu anderen Zielen. Für Anleger kann eine Kombination verschiedener Ansätze sinnvoll sein, um so mehrere Ziele gleichzeitig zu erreichen.

Auch wenn eine höhere Anzahl Ansätze nicht automatisch mit einer höheren Qualität gleichzusetzen ist, zeugt es doch von grösserer Ausgereiftheit, wenn

Ansätze kombiniert werden. So sieht man häufig, dass die ESG-Integration, die in erster Linie der Risikominimierung dient, mit ESG-Engagement zwecks Beeinflussung der Unternehmen kombiniert wird.

Die Studie zeigt, dass für über 80 Prozent des Gesamtvolumens eine Kombination von zwei oder mehr Ansätzen angewandt wird, die Hälfte aller Volumen kombiniert sogar drei oder mehr Ansätze. Nur gerade 17 Prozent beschränken ihre Nachhaltigkeitsbetrachtung auf nur einen Ansatz (siehe zweite Grafik). Dabei fällt auf, dass ESG-Integration in vier der fünf häufigsten Kombinationen vorkommt. Stärker selektionierende Ansätze wie Best-in-Class oder nachhaltige Themeninvestments kommen in den Top fünf hingegen nicht vor.

### Regulatorische Entwicklung in Europa gibt den Takt vor

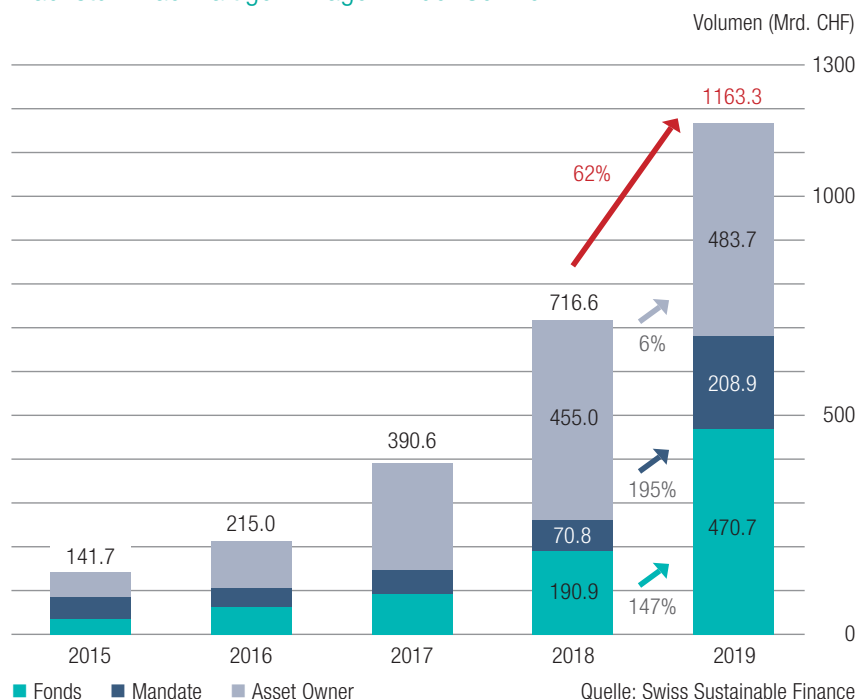
Im letzten Jahrzehnt hat die Regulierungsdichte für nachhaltige Finanzen global stark zugenommen. Am entschiedensten geht dabei die Europäische Union (EU) vor, die ihren vor zwei Jahren angekündigten Aktionsplan für nachhaltige Finanzen unterdessen fast vollständig umgesetzt und bereits zahlreiche Gesetze implementiert hat.

Diese Entwicklungen sind auch für Schweizer Finanzdienstleister relevant, da viele von ihnen grenzüberschreitend tätig sind oder EU-Kunden betreuen. Auf institutionelle Kunden in der Schweiz wirken die Regularien zwar nicht direkt, wenn Anbieter sich aber darauf einstellen, hat das einen Einfluss auf die hierzulande angebotenen Produkte und Dienstleistungen und damit eine indirekte Wirkung auf Schweizer Asset Owner.

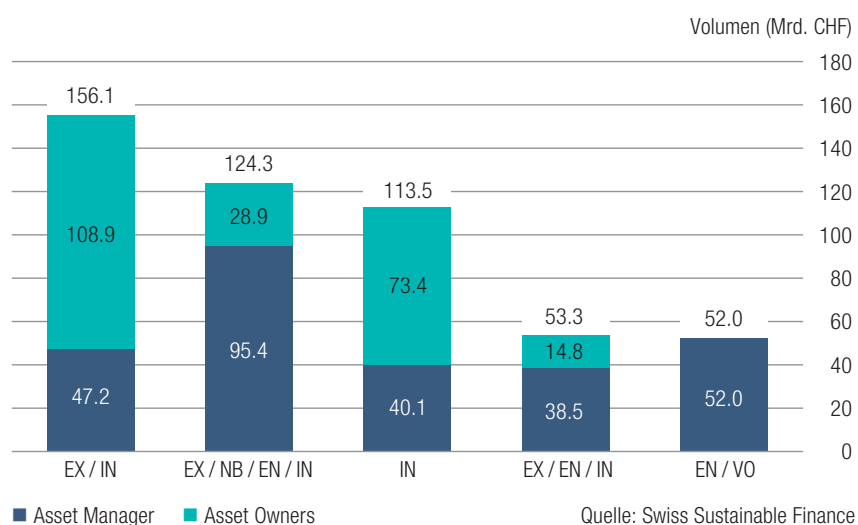
Was sind also die zentralen Elemente der europäischen Regulierung?

- Der prominenteste Teil des Aktionsplans ist sicher die Taxonomie. Dabei handelt es sich um eine Liste wirtschaftlicher Tätigkeiten, die einen positiven Beitrag zu einem der sechs EU-Umweltziele leisten – wobei die Ziele bis anhin erst für den Bereich Klima detailliert beschrieben sind – und gleichzeitig weder einem anderen Umweltziel entgegenwirken noch soziale Mindeststandards verletzen. Die Taxonomie soll die Basis für die De-

## Wachstum nachhaltiger Anlagen in der Schweiz



## Top 5 der angewandten Kombinationen für nachhaltige Anlagen



### Verwendete Abkürzungen für Ansätze

BC: Best-in-Class; EN: ESG-Engagement; EX: Ausschlusskriterien; II: Impact Investing; IN: ESG-Integration; NB: normenbasiertes Screening; TH: nachhaltige Themeninvestments; VO: Stimmrechtsausübung.

finition nachhaltiger Finanzprodukte wie Green Bonds oder grüner Fonds werden.

- Ebenfalls zentral ist die Regulierung zu Nachhaltigkeitsinformationen im Finanzbereich, die von Asset Managern und Asset Ownern verlangt, dass sie bis im Frühling 2021 offen darlegen, wie sie Nachhaltigkeitsaspekte in ihre Vermögensverwaltung integrieren. Sie wird nicht nur die Transparenz zur Nachhaltigkeit von Finanzprodukten

erhöhen, sondern wohl auch dazu führen, dass Nachhaltigkeitskriterien eine breitere Anwendung finden.

- Im Rahmen von zwei Gesetzen, die den Vertrieb von Finanzprodukten regeln (Mifid II und IDD) werden Finanzdienstleister ab 2021 verpflichtet, im Kundengespräch Präferenzen zur Nachhaltigkeit zu klären. Wenn eine solche Präferenz besteht, sollen den Kunden auch passende nachhaltige Anlagemöglichkeiten angeboten werden.

- In einer Richtlinie zu Klima-Benchmarks wurden zwei Typen solcher Benchmarks definiert und Mindestanforderungen festgelegt. Die Climate Transition Benchmarks (CTB) enthalten Unternehmen, die mit ihren Produkten und durch effizientere Prozesse zu einer Dekarbonisierung der Wirtschaft beitragen. Die Paris-aligned Benchmarks (PAB) müssen strengere Kriterien erfüllen und enthalten nur Unternehmen, deren Produkte bereits klimaverträglich sind.
- Weiter hat die EU auch Vorschläge für einen Green-Bond-Standard erarbeitet, das entsprechende Gesetz ist aber noch nicht verabschiedet.

Mit den obigen Massnahmen ist die EU aber noch nicht zufrieden, wurden doch bereits Pläne für eine «Renewed Strategy» (erneuerte Strategie zu nachhaltigen Finanzen) angekündigt, die noch mehr Geld in eine grüne Wirtschaft lenken soll. Die EU holt dazu im Moment Ideen von verschiedenen Anspruchsgruppen ein. Weiter hat sie eine internationale Platt-

form zu nachhaltigen Finanzen ins Leben gerufen, die Dialogförderung und internationale Angleichung von Standards zum Ziel hat. Im Frühling 2020 ist auch die Schweiz dieser Plattform beigetreten.

#### Die Schweiz gibt die Richtung vor

Auch in der Schweiz gab es im vergangenen Jahr viel Bewegung auf politischer Ebene. Die Schweizer Regierung hat interne und externe Arbeitsgruppen zum Thema nachhaltige Finanzen etabliert, die sich beispielsweise mit dem Thema Transparenz oder treuhänderische Pflicht befassen.

Im Juni 2020 hat der Bundesrat einen Bericht zur Rolle der Nachhaltigkeit für den Schweizer Finanzsektor publiziert, in dem er eine Auslegeordnung macht und die Stossrichtungen für eine weitere Förderung nachhaltiger Finanzen festlegt. Freiwillige Massnahmen der Branche stehen dabei hoch im Kurs. Ob das auch das Parlament so sieht, wird sich weisen. Allein im Jahr 2019 gab es 28 parlamentarische Vorstösse zum Thema (wobei viele davon nicht überwiesen

wurden) und auch im laufenden Jahr gab es bereits weitere Vorstösse.

Der Markt bewegt sich aber auch freiwillig. Die Schweizerische Bankiervereinigung hat im Juni Empfehlungen für die Integration von Nachhaltigkeit in den Beratungsprozess veröffentlicht. Fast gleichzeitig hat die Swiss Funds & Asset Management Association (SFAMA) gemeinsam mit SSF Empfehlungen für nachhaltiges Asset Management vorgestellt.

Solche von den grossen Finanzverbänden publizierte Leitplanken werden dazu beitragen, dass noch mehr Anbieter und institutionelle Anleger sich des Themas annehmen und sich das bereits beobachtete Wachstum fortsetzt. Damit nachhaltige Anlagen aber auch die immer stärker geforderte Wirkung erzielen, brauchen wir klarere Standards, mehr Transparenz und innovative Produkte. Nur so schaffen wir einen Finanzplatz, der nicht nur finanziell optimiert, sondern auch seinen Teil zu einer nachhaltigen Wirtschaft und Gesellschaft beiträgt. |

WERBUNG

PUBLICITÉ

# Tiefere Einblicke. Weniger Überraschungen.



**Stark  
in China.**

Gut zu wissen, was man bekommt – noch besser ist es ins Innere zu sehen. Mit mehr als 20 Jahren Anlageerfahrung in China bieten wir Ihnen unsere umfangreiche Expertise und professionelle Anlagelösungen.

Vertiefte Einblicke dazu, warum der chinesische Markt auf Ihrer Investitionslandkarte stehen sollte, finden Sie unter: [www.fidelity.ch](http://www.fidelity.ch)



**Wichtige Information.** Diese Information darf ohne vorherige Erlaubnis weder reproduziert noch verbreitet werden. Fidelity veröffentlicht ausschliesslich produktbezogene Informationen und gibt keine an den persönlichen Verhältnissen des Kunden ausgerichtete Anlageempfehlungen, ausser wenn dies von einer entsprechend ermächtigten Firma in einer formellen Mitteilung mit dem Kunden verlangt wird. Die Unternehmensgruppe Fidelity International bildet eine weltweit aktive Organisation für Anlageverwaltung, die in bestimmten Ländern ausserhalb Nordamerikas Informationen über Produkte und Dienstleistungen bereitstellt. Diese Kommunikation richtet sich nicht an Personen innerhalb der Vereinigten Staaten von Amerika und darf nicht von ihnen als Handlungsgrundlage verwendet werden. Diese Kommunikation ist ausschliesslich an Personen gerichtet, die in Jurisdiktionen ansässig sind, in denen die betreffenden Fonds zum öffentlichen Vertrieb zugelassen sind oder in denen eine solche Zulassung nicht verlangt ist. Alle angegebenen Produkte und alle geäusserten Meinungen sind, falls keine anderen Quellen genannt werden, die von Fidelity International, Fidelity, Fidelity International, das Logo Fidelity International und das Symbol F sind eingetragene Warenzeichen von FIL Limited. Herausgegeben von FIL Investment Switzerland AG. Die in diesem Marketingmaterial enthaltenen Informationen stellen eine Werbung dar. Die in diesem Marketingmaterial enthaltenen Informationen sind nicht als Angebot oder als Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf der in diesem Marketingmaterial erwähnten Finanzprodukte zu verstehen. 20CH0403



Les placements durables des investisseurs suisses

# L'impact en point de mire

La plus récente étude sur les placements durables en Suisse révèle qu'ils sont en plein essor. La plupart des investisseurs combinent plusieurs approches du placement durable.

## EN BREF

Jusqu'à présent, la croissance des investissements durables en Suisse n'a pas été accompagnée de mesures réglementaires. Dans l'UE, on travaille notamment à une taxonomie.

Les placements durables sont désormais devenus un standard de l'industrie. C'est ce que montre la plus récente étude de marché de Swiss Sustainable Finance (SSF) qui couvre l'ensemble des actifs gérés en Suisse qui intègrent de manière structurée des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (facteurs ESG) dans le processus de placement.

A fin 2019, le volume de ces placements avait déjà atteint 1163 milliards de francs suisses, en hausse de 62% par rapport à l'année précédente (voir premier graphique, page 8), ce qui représente environ le tiers de tous les actifs gérés en Suisse. En font partie les fonds de placement à gestion durable, qui ont connu une croissance énorme de 147%, les mandats durables, qui ont presque doublé, et les actifs durables de détenteurs d'actifs, qui n'ont certes augmenté que d'un 6% relativement modeste l'année dernière, mais atteignaient 483.7 milliards de francs suisses à la fin de 2019. Mais qu'est-ce qui se cache derrière ces énormes chiffres de croissance et quels sont les effets de ces investissements?

### Augmentation due à trois effets

Trois facteurs ont été les principaux moteurs de cette nouvelle augmentation significative de la demande:

- Premièrement, les approches ESG sont appliquées à une proportion grandissante des actifs sous gestion en Suisse et davantage d'argent des clients est canalisé vers des produits durables.
- Deuxièmement, l'évolution positive du marché a également contribué à la croissance d'environ 18 points de pourcentage l'année dernière.
- Et troisièmement, la méthodologie a subi de légers ajustements, ce qui a eu pour conséquence que les participants à l'étude ont déclaré plus de fonds et de mandats comme étant durables.

Ce qui est quelque peu surprenant, c'est le taux de croissance relativement faible des actifs gérés par les détenteurs d'actifs institutionnels. Cela est dû à un effet spécial (des corrections dans un certain nombre de grandes institutions pour être précis). Sans cet effet, la croissance aurait été de l'ordre de 45%.

### Quelles approches sont adoptées par les investisseurs?

L'approche de l'intégration ESG et celle de l'exclusion occupent les deux premières places en volume comme l'année dernière. L'approche de l'engagement ESG a progressé à la troisième place. Il est frappant de constater que les approches axées sur les résultats et l'effet (engagement, exercice des droits de vote et Impact Investing) affichent toutes une croissance à trois chiffres.

C'est un signe clair que l'investissement durable est entré dans une nouvelle phase. Alors que les investisseurs durables avaient l'habitude de concentrer leur attention sur l'orientation vers la valeur ou l'amélioration du profil de risque-rendement, aujourd'hui, la contribution à une économie plus durable entre de plus en plus dans les considérations.

### Différentes méthodes sont combinées

L'étude de cette année s'intéresse pour la première fois à la manière dont les différentes approches de placement durable sont combinées dans la pratique. Chacune des huit approches courantes a une autre priorité et convient à d'autres objectifs. Pour les investisseurs, il peut être intéressant de combiner différentes approches en vue d'atteindre plusieurs objectifs simultanément.

Bien qu'un nombre plus élevé d'approches ne signifie pas automatiquement une qualité supérieure, la combinaison

d'approches indique une plus grande sophistication. Par exemple, on peut observer qu'une intégration de critères ESG visant avant tout à minimiser les risques est souvent combinée à l'engagement ESG pour influencer les entreprises.

L'étude révèle qu'une combinaison de deux ou plusieurs approches est utilisée pour plus de 80% du volume total, et la moitié de tous les volumes combinent même trois approches ou plus. Seul 17% limitent leur interprétation de la durabilité à une seule approche (voir deuxième graphique). Un autre constat frappant, c'est que l'intégration de critères ESG apparaît dans quatre des cinq combinaisons les plus fréquentes. En revanche, des approches plus fortement sélectives telles que Best-in-Class ou les investissements répondant à une thématique durable ne figurent pas dans le top cinq.

### L'évolution de la réglementation en Europe donne le ton

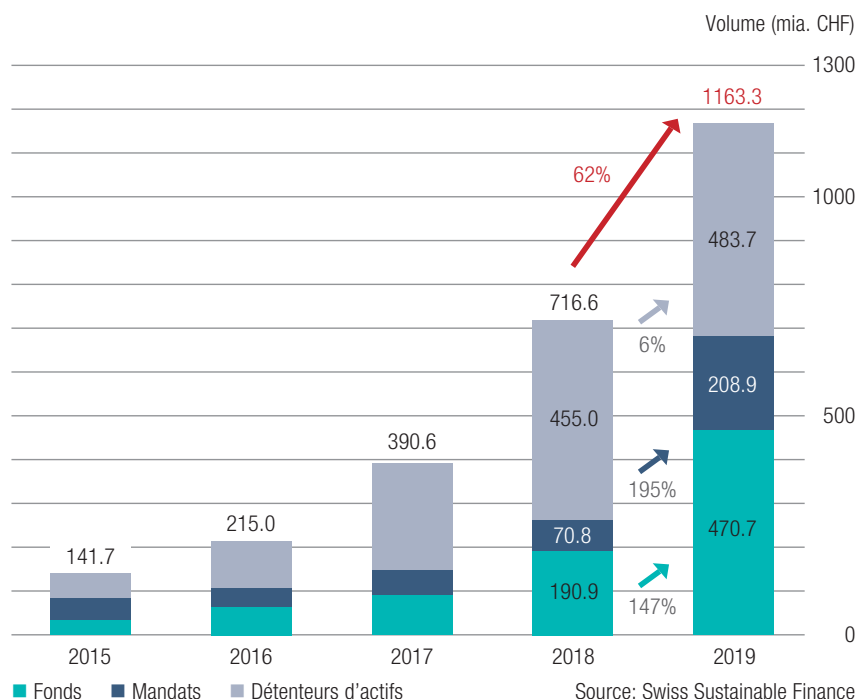
Dans le courant de la dernière décennie, la densité de la réglementation du secteur de la finance durable a fortement augmenté dans le monde entier. L'Union européenne (UE) a pris les mesures les plus incisives à cet égard. Elle a presque entièrement mis en œuvre son plan d'action pour une finance durable qu'elle avait annoncé il y a deux ans et de nombreuses lois sont déjà en application.

Ces évolutions intéressent également les prestataires de services financiers suisses, car nombre d'entre eux opèrent au-delà des frontières ou servent des clients de l'UE. Bien que la réglementation n'ait pas d'impact direct sur les clients institutionnels en Suisse, si les prestataires s'y adaptent, les produits et services offerts dans ces pays s'en ressentiront et cela influencera donc indirectement les détenteurs d'actifs suisses.

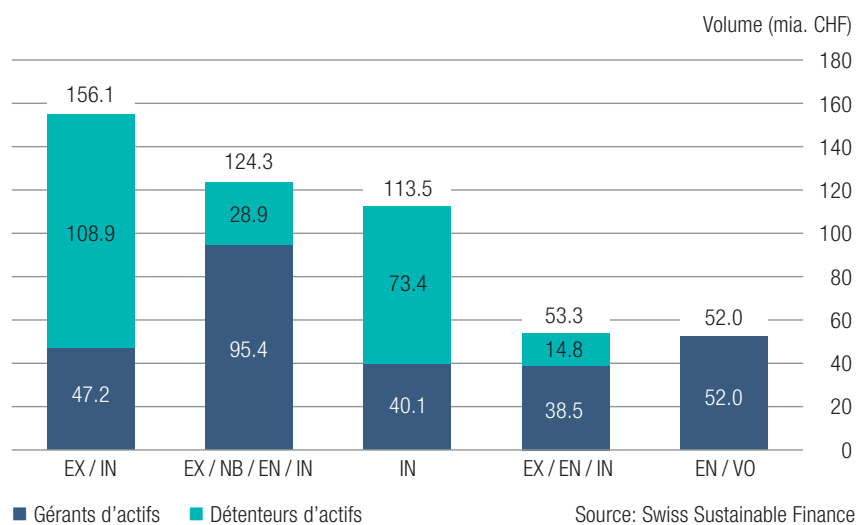
Quels sont les éléments centraux de la réglementation européenne?

- La partie clé du plan d'action est certainement la taxonomie. Il s'agit d'une liste d'activités économiques qui apportent une contribution positive à l'un des six objectifs environnementaux de l'UE – bien que les objectifs n'aient jusqu'à présent été décrits en détail que pour le domaine climatique – et qui, dans le même temps, ne vont pas à l'encontre d'un autre objectif environnemental, ni ne violent les

### Croissance des placements durables en Suisse



### Top 5 des combinaisons utilisées pour les placements durables



#### Abréviations utilisées pour les approches

BC: Best-in-Class; EN: ESG-Engagement; EX: critères d'exclusion; II: Impact Investing; IN: intégration de critères ESG; NB: Filtrage fondé sur des normes; TH: investissements répondant à des thématiques durables; VO: exercice des droits de vote.

normes sociales minimales. La taxonomie doit devenir la base de la définition des produits financiers durables tels que les obligations vertes ou les fonds verts.

- Une autre question cruciale est celle de la réglementation de l'information en matière de durabilité fournie par le secteur financier, qui exige que les gestionnaires et les propriétaires d'actifs

divulguent, d'ici le printemps 2021, la manière dont ils intègrent les aspects de durabilité dans leur gestion d'actifs. Cela permettra non seulement d'accroître la transparence sur la durabilité des produits financiers, mais conduira probablement aussi à une application plus large des critères de durabilité.

- En vertu de deux lois régissant la vente de produits financiers (Mifid II et

IDD), les prestataires de services financiers seront tenus, à partir de 2021, d'identifier les préférences en matière de durabilité dans les discussions avec les clients. Si une telle préférence existe, les clients devraient également se voir offrir des possibilités d'investissement durable appropriées.

- Une directive sur les repères climatiques a défini deux types de benchmarks en la matière et fixé des exigences minimales. Les repères sur la transition climatique (RTC) regroupent les entreprises qui contribuent à la décarbonisation de l'économie par leurs produits et par des processus plus efficaces. Les indicateurs alignés sur l'accord de Paris (PAB) doivent répondre à des critères plus stricts et n'inclure que les entreprises dont les produits sont déjà climat-compatibles.
- L'UE a également élaboré des propositions pour une norme relative aux obligations vertes, mais la loi correspondante n'a pas encore été adoptée.

Toutefois, l'UE ne veut pas se contenter des mesures susmentionnées, car des plans ont déjà été annoncés pour une «stratégie renouvelée en matière de finance durable» visant à canaliser encore

plus de capitaux vers une économie verte. L'UE recherche actuellement des idées en la matière auprès de diverses parties prenantes. Elle a également lancé une plateforme internationale sur la finance durable afin de promouvoir le dialogue et l'harmonisation internationale des normes. La Suisse a rejoint cette plateforme au printemps 2020.

### La Suisse montre la voie

En Suisse aussi, les choses ont beaucoup bougé au niveau politique l'année dernière. Le gouvernement suisse a créé des groupes de travail internes et externes sur la finance durable qui traitent de questions telles que la transparence ou l'obligation fiduciaire.

En juin 2020, le Conseil fédéral a publié un rapport sur le rôle de la durabilité pour le secteur financier suisse dans lequel il fait un point de la situation et définit les orientations pour encourager le développement futur des finances durables. Il table notamment sur les mesures volontaires à prendre par le secteur. Reste à savoir si le Parlement partage ce point de vue. Rien qu'en 2019, 28 interventions ont été déposées au Parlement en la matière (dont beaucoup n'ont pas été transmises), et d'autres sont venues s'y ajouter dans l'année en cours.

Mais le marché évolue aussi de manière volontaire. En juin, l'Association suisse des banquiers a publié des recommandations visant à intégrer la durabilité dans le processus consultatif. Presque simultanément, la Swiss Fund & Asset Management Association (SFAMA) et SSF ont présenté conjointement des recommandations pour une gestion durable des actifs.

Ces lignes directrices publiées par les grandes associations financières contribueront à ce que d'autres prestataires et investisseurs institutionnels se saisissent également de la question et que la croissance déjà observée se poursuive. Cependant, pour que les investissements durables aient l'impact voulu, et réclamé de plus en plus énergiquement, nous avons besoin de normes plus claires, de plus de transparence et de produits innovants. C'est la condition indispensable pour que nous puissions créer une place financière suisse qui non seulement optimise les aspects financiers, mais contribue également à une économie et une société durables. |

Sabine Döbeli

WERBUNG

PUBLICITÉ



## Sozialversicherungen für Einsteiger

NEU

Basiskurs über die Grundlagen der verschiedenen Sozialversicherungen und die Aufgaben der Arbeitgebenden

**10. und 17. November 2020, Zürich**

Fragen aus dem Sozialversicherungsrecht fordern Personalverantwortliche immer wieder heraus. Wir befassen uns mit den wichtigsten Themen und helfen Ihnen anhand von Praxisbeispielen, innerhalb von zwei Tagen eine solide Basis zu erwerben.

**Infos und Anmeldung: [vps.epas.ch](https://vps.epas.ch)**

# Die Kosten bleiben im System

Markus Lehmann, Präsident SIBA Verband Schweizerischer Versicherungsbroker, bricht eine Lanze für die Broker und wehrt sich gegen ein Verbot der Courtagen, das aus seiner Sicht kontraproduktiv wäre.

**Die Courtagen für Broker in der 2. Säule haben heftigen Gegenwind, selbst der ASIP hält sie für mehr schädlich als nützlich. Wieso braucht es sie?**  
Courtage sind eine Beratungsentschädigung des Anbieters für den Broker, der vom Anbieter Aufgaben übernimmt. Der umfangreiche Dienstleistungskatalog ist in der Zusammenarbeitsvereinbarung festgehalten. Von den mittelgrossen Betrieben werden etwa 90 Prozent über Broker betreut. Die Erfahrung zeigt, dass sie mit diesem Modell zufrieden sind. Der ASIP selbst steht übrigens nicht geschlossen hinter der Abschaffung der Courtagen. So sind viele Westschweizer nicht davon überzeugt und es gibt prominente Exponenten, die diametral anderer Meinung sind.

**Sind die wiederkehrenden Kosten für den Arbeitgeber gerechtfertigt?**

Für das KMU ist die Courtage eine kleine Zahlung auf der Verwaltungskostenprämie. Dafür erhält der Arbeitgeber uneingeschränkt Zugang zum Fachwissen des Brokers. Er muss nie eine Zusatzzahlung machen, die sein Budget belasten würde. Auch die Versicherer brauchen Vermittlung und sind auf die Broker angewiesen. Ein grosser Versicherer spricht von mindestens 50 zusätzlichen Stellen, im Fall eines Verbots, weil



*«Es ist ein Irrglaube, dass bei einem Honorarsystem das Ganze billiger kommt.»*

Markus Lehmann, Präsident SIBA

die Beratung wegfällt. Auf alle Pensionskassen in der Schweiz hochgerechnet würden diese neuen Stellen im Aussendienst des Anbieters teurer als das jetzige

System. Erfahrungen im Ausland zeigen, dass ein Verbot der Courtagen zu einer Verknappung des Beratungsangebots durch die Broker führt.

**Die Kosten sind das eine. Würde ein Verbot nicht mehr Klarheit schaffen?**

Nein. Broker schaffen Transparenz im Markt, bezüglich Kosten, Tarifen und Produkten, aber auch bezüglich der Bonität der Anbieter. Ein KMU kann sich diese Informationsbeschaffung nicht leisten. Das Gesetz ist jetzt schon klar: Mit Art. 48k ist Transparenz gegeben. Vor allem in wirtschaftlich schlechten Zeiten, wo die Versicherten eine Beratung dringend nötig hätten, würden KMU darauf verzichten, um das Geld in das Unternehmen zu investieren.

**Wie kann man verhindern, dass Geld der Versicherten aus dem Vorsorgekreislauf abfließt?**

Die Courtagen fliessen nicht aus dem System ab. Beratung kostet, das ist in jedem Lebensbereich so. Es gibt eine Nachfrage nach Beratung – und die muss bezahlt werden. Es ist wie bei jeder anderen Dienstleistung. Entweder wird der Broker, der Aussendienst oder der Innendienst von Vorsorgeeinrichtungen dafür bezahlt. Unternehmer sind mündig, die brauchen keine Bevormundung. Wich-

## Neuer Beraterlehrgang für die 2. Säule ab 2021

red. Um ein einheitliches Qualitätsniveau für die Beratung in der beruflichen Vorsorge festzulegen und zu zertifizieren, haben die Branchenverbände für Versicherungsbroker Association des Courtiers en Assurances ACA und Swiss Insurance Brokers Association SIBA gemeinsam mit der Interessengemeinschaft Ausbildung im Finanzbereich IAF einen neuen Zertifikatslehrgang lanciert.

Die schriftlichen Prüfungen umfassen die Bereiche Recht, Kapitalanlagen, Versicherungs-

technik und Organisationsformen/Markt. Im Mittelpunkt der mündlichen Prüfung stehen praxisnahe Beratungskompetenzen (Fachkompetenz, Prozess und Ethik) und aktuelle Entwicklungen in den Sozialversicherungen.

Ab Frühjahr 2021 wird die Ausbildung zum Bildungsabschluss an verschiedenen Schulen und auch im Fernunterricht angeboten. Das Kursprogramm wird insgesamt rund 15 Schultage beinhalten. Die ersten Prüfungen sind für Herbst 2021 geplant. Sie können sowohl

deutsch als auch französisch abgelegt werden. Es ist vorgesehen, dass ein weiterführendes Weiterbildungskonzept an die Erstausbildung anschliesst.

Der Abschluss «Diplomierter Beraterin berufliche Vorsorge IAF» oder «Diplomierter Berater berufliche Vorsorge IAF» soll in Zukunft Beraterinnen und Berater auszeichnen, die in der Lage sind, eine qualitativ hochstehende Beratung sowohl für Arbeitgeber als auch für Versicherte durchzuführen.

tig ist, dass sie die freie Wahl haben. Sonst nehmen sie einfach die billigste Lösung auf dem Markt.

#### Reichen die aktuellen Vorschriften?

Ja, es besteht kein zusätzlicher Regelungsbedarf. Allerdings sollte mehr auf die Durchsetzung der Vorschriften geachtet werden. VAG Art. 45 erwähnt die Identifikation beim ersten Kundenkontakt, Art. 48k spezifiziert, dass die Courtagen dem Kunden offengelegt werden müssen. OR 400 lit. 1 hält fest, dass der Kunde vom Broker jederzeit verlangen kann, dass er seine Arbeit und Aufwendungen belegt. Der Code of Conduct der SIBA geht noch weiter, sodass dem Kunden im Erstgespräch die Varianten Courtag/Honorar/Mischform offengelegt werden müssen.

#### Was tut Ihr Verband, damit die Broker auf der Höhe Ihrer Aufgabe sind?

Die SIBA hat verschiedene Weiterbildungsangebote auf die Beine gestellt, die

über alle Stufen von Mitarbeitern reichen. Eine explizierte Ausbildung mit eidgenössischem Fachausweis BVG ist in Vorbereitung! Gemäss dem Code of Conduct verpflichtet sich jedes Mitglied zur ständigen Weiterbildung. Wir wünschen uns darüber hinaus den Aufbau einer Aufsichtsorganisation, in enger Zusammenarbeit mit der FINMA, damit alle Broker im Markt einer einheitlichen Regulierung unterstellt sind. Dies wird zu einer Marktberreinigung führen.

#### Ein neues Bundesgerichtsurteil stellt klar, dass die Mitarbeitenden aktiv einbezogen werden müssen vor einem Wechsel des Anschlusses. Welche praktischen Auswirkungen wird dieses Urteil für die Arbeit der Broker haben?

Da durch das Bundesgericht ein Entscheid «auf Augenhöhe» verlangt wird, muss für den gesamten Ausschreibungsprozess vom ersten Gespräch bis zum Entscheid deutlich mehr Zeit veran-

schlagt werden. Der Aufwand wird exorbitant steigen für alle Beteiligten.

Der Broker wird eingangs mit den Anbietern die Kündigungskonditionen besprechen und auf dieser Basis den ganzen Ausschreibungsprozess aufgleisen müssen. Da die «Offertsaison» üblicherweise im späten Frühling startet, braucht es eine klare Prozessführung des Brokers, damit die Kündigungsfristen eingehalten werden können. Der Einbezug von mehreren Teilnehmern in die Diskussionen bedingt, dass alle Ausschreibungs- und Anbieterinformationen zielgruppengerecht aufgearbeitet werden. Tendenziell wird der Broker mit mehr Fragen konfrontiert werden. Dies bedeutet, dass sich die Beratungsintensität vertiefen wird. Der Mehrwert der Brokerdienstleistungen für Arbeitnehmer und Arbeitgeber wird substantiell zunehmen. |

Interview: Claudio Zemp

WERBUNG

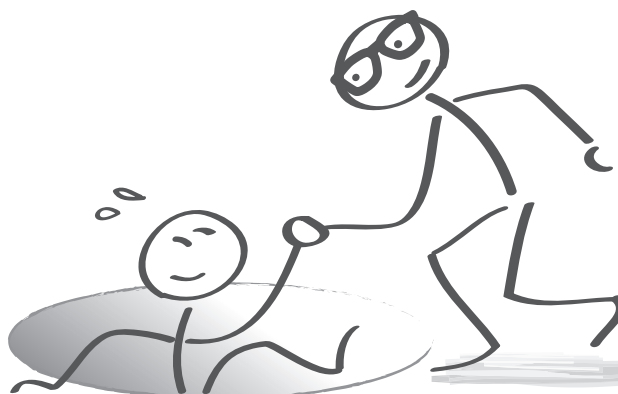
PUBLICITÉ

Nachhaltigkeit

Plenum   
Insurance Linked Capital

## CAT Bonds

Gemeinsam gesellschaftliche Verantwortung übernehmen.



www.plenum.ch

Capital goes Re®



vps.epas

**NEU**



# PENSO

HR, Sozialversicherungen,  
Personalvorsorge

**Wir haben unsere Zeitschrift «Schweizer Sozialversicherung» weiterentwickelt. Leserinnen und Leser dürfen sich ab September auf folgende Neuerungen freuen:**

- Erscheinung 8-mal pro Jahr als Printprodukt
- Alle Artikel sind online auf der Web-Plattform zu lesen
- Das Themenspektrum wird erweitert

## Abonnement

Leserinnen und Leser der «Schweizer Sozialversicherung» und der «Schweizer Personal-

vorsorge» erhalten «Penso» dieses Jahr kostenlos und im kommenden Jahr zu einem Spezialpreis. Mehr zu den verschiedenen Abonnementmodellen finden Sie unter [vps.epas.ch/abonnements](http://vps.epas.ch/abonnements)

## Inhalt

- Aktuelles rund um Personalmanagement, Sozialversicherungen und berufliche Vorsorge
- Neuigkeiten aus den Verbänden
- Wegweisende Gerichtsentscheide aus Sozialversicherungs- und Arbeitsrecht

- Praktische Leithilfen zu Lebens- und Arbeitswelten

Mehr dazu werden Sie in unserer ersten Ausgabe Mitte September erfahren. Das Fokusthema wird die Vereinbarkeit von Arbeit und Familie behandeln.

Weitere Informationen finden Sie unter [vps.epas.ch](http://vps.epas.ch)

# Versicherte sind die Verlierer

Eliane Albisser, Geschäftsführerin PK-Netz, kritisiert die Courtagen. Das bestehende System sei unfair und auch für Stiftungsräte und Vorsorgewerke unbefriedigend. Deshalb müsse ihm ein Riegel geschoben werden.

## Die 2. Säule würde ohne Versicherungsmakler nicht funktionieren. Oder doch?

Aufgrund der Komplexität des Vorsorgeangebots sind viele Arbeitgeber auf Hilfe angewiesen. Durch den Konsolidierungsprozess in der 2. Säule gewinnen die Vermittlertätigkeiten stetig weiter an Bedeutung. Aber es hat sich ein System herauskristallisiert, von dem Vermittler auf Kosten der Versicherten profitieren. Es hat den Wettbewerb um Versichertenbestände unnötigerweise verstärkt und beschleunigt. Dies ist auch für viele Sammelstiftungen und deren Stiftungsräte unbefriedigend, weil sie sich dem Druck, Courtagen zu zahlen nur schwer entziehen können. Der Status quo ist für die Versicherten so stossend, dass regulatorische Eingriffe unumgänglich sind. Auch der Bundesrat sieht hier übrigens Handlungsbedarf. Diesem unfairen System muss ein Riegel geschoben werden! Wir müssen wegkommen von erfolgsabhängigen Provisionen und Courtagen. Unabhängig können Berater nur sein, wenn sie ihre Arbeit auf Honorarbasis leisten.

## Ein Verbot von Provisionen hat gemäss einer Studie erhebliche Nebenwirkungen. Wieso fordern Sie trotzdem ein Verbot?

Sie sprechen die Auftragsstudie der SIBA an. Die Autoren müssen selber eingestehen, dass bisher keine wissenschaftlichen Erkenntnisse vorliegen, die die Auswirkungen eines Verbots umfassend empirisch analysieren. Auffällig ist zudem, dass der Fokus der Studie auf den Interessen der Arbeitgeber, der Pensionskassen und der Vermittler liegt. Demgegenüber gehen die Interessen der Versicherten völlig unter. Nur in einem Kapitel wird die Interessenlage zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer beleuchtet. Personalvorsorgekommissionen seien dazu geeignet, mögliche Interessenkonflikte zu lösen. Dem widersprechen wir: Wenn



*«Unabhängig können Berater nur sein, wenn sie ihre Arbeit auf Honorarbasis leisten.»*

Eliane Albisser, Geschäftsführerin PK-Netz

die Spielregeln schon falsch sind, können auf Ebene der Vorsorgeeinrichtung keine negativen Effekte für Arbeitnehmer mehr ausgemerzt werden. Die Sachlage ist klar: Es gibt eine gesetzliche Pflicht im BVG (Art. 11), wonach der Arbeitgeber eine berufliche Vorsorgelösung finden muss. Da ist es nur logisch, dass er beim Einbezug einer Vermittlung die Kosten für diese Arbeit bezahlt. Beim gegenwärtigen Vergütungsschema beteiligen sich die Versicherten an den Kosten für die Vermittlung, obwohl es schlicht nicht so vorgesehen ist.

**Lassen sich die von Ihnen georteten Probleme nicht anders lösen?**

Nein, solange die Pensionskasse und nicht der Arbeitgeber die zahlende Partei ist, besteht der Fehlanreiz, Anschlüsse zu Sammeleinrichtungen mit hohen Courtagen zu lotsen, weiter. Bereits heute müssen die Brokerkosten in den Rechnungen der Pensionskassen ausgewiesen werden, ohne irgendwelche Wirkung. Wenn Arbeitgeber den Anschluss kündigen und wechseln wollen, kann es sein, dass es Beratung braucht. Diese muss aber von unabhängigen Personen geleistet und nach Aufwand abgerechnet werden. Für diese Kosten muss der Arbeitgeber aufkommen!

## Welche Rolle spielen die Broker in der beruflichen Vorsorge?

Viele Broker arbeiten mit «ihren» Pensionskassen zusammen. Ein Broker wird nie einen Versichertenbestand in eine Pensionskasse führen, die nicht mit Brokern zusammenarbeitet, selbst wenn der Vorsorgeplan, die Kosten und das Reglement dafür sprechen! Die Vermittlungsarbeit ist leider provisionsgesteuert und folgt nicht sachlichen und fachlichen Kriterien. Kommt hinzu: Der Konsolidierungsprozess hat Geschäftsleiter auf den Plan gerufen. Das heutige System beschleunigt den Vertragswechsel. Die Vermittlung ist lukrativ, daher werden teils jährlich neue Anschlüsse gemacht, Versicherte von A nach B und nach C verschoben. Die Verlierer sind die Versicherten, die mit steigenden Risikoprämien rechnen müssen.

## Was sollte man tun, damit Makler ihre Aufgabe besser wahrnehmen können?

Wie gesagt: Wir müssen wegkommen von erfolgsabhängigen Provisionen und Courtagen. Zudem sollten wir Ausbildungsstandards festlegen für Versicherungsvermittler. Eine spezifische Ausbildung zur Vermittlung von BVG-Geschäften ist im Sinne der treuhänderischen Sorgfaltspflicht nötig.

**Ein neues Bundesgerichtsurteil stellt klar, dass die Mitarbeitenden aktiv einbezogen werden müssen vor einem Wechsel des Anschlusses. Welche praktischen Auswirkungen wird dieses Urteil haben?**

Das ist ein Urteil mit Signalwirkung. Die Tatsache, dass die abgebende Kasse eine wichtige Rolle beim Wechsel spielen wird und dass das Personal von Anfang an in den Prozess miteinbezogen werden

muss, wird die Arbeit der Broker hoffentlich erschweren. Das Personal kann richtigerweise nicht mehr nur im Anschein involviert werden. Im Gegenteil: Es muss frühzeitig über die relevanten Kriterien verfügen, um das Einverständnis zu geben. Daher werden Wechsel der Pensionskasse in Zukunft wohl schwieriger. |

**Interview: Claudio Zemp**

WERBUNG

PUBLICITÉ

## Teilhaben an Vorsorgelösungen mit 75% Aktienanteil.



Vertrauen  
durch  
Transparenz

Jetzt teilhaben unter [anlagestiftung.ch/vorsorgen](https://anlagestiftung.ch/vorsorgen)

Attraktive Anlagechancen im aktuellen Zinsumfeld: Mit der Vorsorgelösung Swisscanto BVG 3 Portfolio 75 profitieren Sie von höheren Renditechancen durch 75% Aktienanteil. Unsere Portfolio Manager stehen für kontinuierliche Analyse der Finanzmärkte, umfangreiche Expertise und langjährige Finanzmarkterfahrung bei taktischen Anlageentscheidungen.

 **Swisscanto**  
Anlagestiftungen

Diese Angaben dienen ausschliesslich Werbezwecken und stellen keine Anlageberatung oder Offerte dar. Alleinverbindliche Grundlage für Anlagen sind die Statuten, Reglemente, Anlagerichtlinien und allfälligen Prospekte der Swisscanto Anlagestiftung oder Swisscanto Anlagestiftung Avant. Diese können bei den Swisscanto Anlagestiftungen, Bahnhofstrasse 9, 8001 Zürich, kostenlos bezogen werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden von den Herausgebern mit grösster Sorgfalt zusammengestellt. Die Informationen und Meinungen stammen aus zuverlässigen Quellen. Trotz professionellen Vorgehens können die Herausgeber die Richtigkeit, Vollständigkeit sowie die Aktualität der Angaben nicht garantieren. Die Herausgeber lehnen daher jede Haftung für Investitionen, die sich auf dieses Dokument stützen, ausdrücklich ab.



Exemple de gestion de crise avec Retraites Populaires

## Du déclenchement du plan de continuité à la sélection des pratiques à conserver

Le 16 mars, le spécialiste vaudois de l'assurance-vie et de la prévoyance professionnelle a demandé à la majorité de ses employés de travailler chez eux. Eclairage sur les leçons à tirer de cette gestion de crise avec Philippe Doffey, Directeur général.



*«Pour un certain nombre de collaborateurs, le télétravail va être conservé un à deux jours par semaine.»*

Philippe Doffey

**La situation sanitaire a contraint de nombreuses entreprises, dont la vôtre, à organiser le travail à distance du jour au lendemain. Quelles mesures avez-vous rapidement mises en place?**

Nous disposions depuis plusieurs années d'un système de gestion des risques incluant un plan de continuité des activités qui prévoyait, notamment, la gestion à distance des processus clés. Nous l'avons donc mis en œuvre. Nos 350 collaborateurs sont équipés d'un ordinateur avec VPN permettant le travail sécurisé à distance et 15% d'entre eux pratiquaient déjà le télétravail avant cette crise, à raison d'un jour par semaine en moyenne. Reste que le 16 mars, ce sont 95% de nos collaborateurs qui ont dû se mettre au télétravail...

**Avez-vous eu des surprises, heureuses ou désagréables?**

Nous avons constaté que les tâches opérationnelles étaient facilement exécutées à distance: le service à la clientèle a ainsi pu se poursuivre normalement. Après six semaines, nous pouvons tirer un premier bilan de cette expérience de travail à distance à large échelle. S'il convient très bien à des tâches opérationnelles, il est moins bien adapté pour la conclusion de nouvelles affaires ou le développement de nouveaux produits, ainsi que pour les échanges portant sur des sujets complexes. Techniquement, nous n'avons eu aucun problème de puissance de notre réseau, mais certains collaborateurs ont pu pâtir de connexions moins optimales à leur domicile.

**Quels sont les retours faits par les collaborateurs sur cette expérience de télétravail?**

Nous avons mené une enquête interne qui a fait ressortir les aspects positifs et négatifs pour nos employés. Le télétravail est apprécié pour le gain de temps qu'il permet, notamment en supprimant les temps de transport entre le domicile et le lieu de travail. Les collaborateurs effectuant des tâches demandant une forte concentration ont également apprécié le travail à distance. En revanche, certains ont regretté le manque d'interactions sociales ou la difficulté à mener de front une activité professionnelle et la surveillance de jeunes enfants. Le fait de ne pas disposer chez soi d'un espace de travail suffisant avec une bonne ergonomie a également gêné certaines personnes.

Par ailleurs, quelques-uns de nos services – comme la gestion immobilière – ne disposaient pas avant cette crise d'un traitement entièrement digitalisé des dossiers: des collaborateurs ont donc dû effectuer des aller-retours entre leur domicile et leur bureau pour consulter des dossiers. Pour les services déjà totalement informatisés – comme la gestion des polices d'assurance-vie ou la prévoyance professionnelle –, cette expérience positive nous permet d'envisager de développer encore plus d'efficacité dans les processus à moindre coût. C'est particulièrement important dans le domaine de la prévoyance professionnelle où nous devons être capables d'offrir à nos mandants des services à coût compétitif.

**Dans ce domaine du 2<sup>e</sup> pilier, comment l'institution de prévoyance Retraites Populaires a-t-elle réagi à la forte chute des marchés financiers en mars?**

La bonne performance de 11.3% enregistrée en 2019 avait permis de renforcer les provisions techniques et de constituer une solide réserve de fluctuation de valeurs. La forte chute des marchés en mars – avec une performance à la mi-mars de quelque moins 9% – n'a pas totalement absorbé ce confortable coussin de sécurité. Début juin, la performance s'était déjà nettement améliorée: à moins 1.2%.

**Avez-vous identifié un risque de forte contraction de votre cashflow?**

Nous nous attendons pour les mois à venir à une baisse du volume des cotisations employeur et employés dans certaines de nos caisses de pensions. Nous n'avons toutefois pas de souci majeur pour le cashflow puisque la plupart des

institutions que nous gérons sont en croissance. En outre, nous disposons de liquidités abondantes juste avant le déclenchement de la crise sanitaire. Ceci nous a permis de décider au plus fort de la baisse des marchés de ne pas modifier notre allocation d'actifs stratégique, en renonçant toutefois à rebalancer notre portefeuille et en gardant nos liquidités.

**Retraites Populaires n'est-elle pas pénalisée par un taux technique moyen élevé, en raison du poids des anciens contrats d'assurance-vie dans votre portefeuille?**

Nous offrons toute une gamme de produits affichant des taux techniques très différents. Nous avons effectivement en portefeuille des produits émis dans les années 80 qui affichent un taux technique de 3.5%, mais également des contrats plus récents avec un taux de 0.5%. Globalement, le taux technique moyen est de 2%. Des provisions tech-

niques importantes ont été constituées au cours des dernières années pour baisser drastiquement les besoins de rendement.

**Allez-vous réaliser une ALM spéciale en raison des effets de la crise sanitaire?**

Nous avons déjà une ALM prévue cette année et nous allons la réaliser pour Retraites Populaires et pour les caisses de pensions que nous gérons. Dans le cadre de notre réflexion stratégique sur les placements, nous avons décidé de sortir totalement des matières premières qui n'ont pas joué le rôle d'actif décorrélé des marchés financiers que l'on pouvait espérer de cette classe d'actifs. Nous examinons toutefois la possibilité d'acquiescer de l'or physique.

**Retraites Populaires est l'un des grands propriétaires immobiliers du canton de Vaud: vos risques ont-ils augmenté sur l'immobilier?**

WERBUNG

PUBLICITÉ

**Participez** à des solutions de prévoyance avec une part d'actions de 75%.



Confiance  
par la  
transparence

Participez dès maintenant sur [fondationplacement.ch/prevoyance](https://fondationplacement.ch/prevoyance)

Des opportunités de placement attrayantes dans l'environnement de taux actuel: avec la solution de prévoyance Swisscanto LPP 3 Portfolio 75, vous profitez de meilleures opportunités de rendement grâce à une part d'actions de 75%. Nos gestionnaires de portefeuilles garantissent une analyse continue des marchés financiers et disposent d'une grande expertise ainsi que d'une longue expérience sur les marchés financiers leur permettant d'effectuer des décisions de placement tactiques.



**Swisscanto**  
Fondations de  
Placement

Ces informations sont publiées à titre exclusivement publicitaire et ne constituent ni un conseil en placement, ni une offre. Les seules sources d'information faisant foi pour les placements sont les statuts, les règlements, les directives de placement ainsi que les prospectus éventuels de Swisscanto Fondation de placement ou de Swisscanto Fondation de placement Avant. Ces documents peuvent être obtenus gratuitement auprès de Swisscanto Fondations de placement, Bahnhofstrasse 9, 8001 Zurich. Les informations contenues dans ces documents ont été regroupées avec le plus grand soin par les éditeurs. Les informations et les opinions proviennent de sources fiables. En dépit d'une approche professionnelle, les éditeurs ne peuvent pas garantir l'exactitude, l'exhaustivité et l'actualité des indications fournies. Ils déclinent donc expressément toute responsabilité quant aux décisions d'investissement fondées sur le présent document.

Un des premiers risques identifié – et en partie réalisé – est le défaut de paiement des locataires titulaires de baux commerciaux. Le canton de Vaud a mis en place un programme de soutien aux commerçants prévoyant un effort partagé entre les locataires, les bailleurs et l'Etat. Pour Retraites Populaires et ses mandants, ce programme représente un coût de 700 000 francs, mais mieux vaut perdre un mois de loyer pendant la période sans activité économique plutôt que d'avoir rapidement des arcades vides impossibles à relouer parce que nombreux commerçants auraient fait faillite. Dans l'immobilier résidentiel, nous anticipons peu de défauts de paiement de loyers. Nos logements sont offerts en location avec des loyers en dessous de la médiane du marché et nos locataires apprécient d'en bénéficier. En ce qui concerne nos investissements en immobilier direct, pour nous l'enjeu est surtout de réussir à maintenir le poids de l'immobilier dans l'allocation d'actifs de nos caisses de pensions en croissance.

### **Avez-vous revu ou complété vos objectifs stratégiques à l'occasion de cette crise?**

Non, notre stratégie reste d'offrir aux caisses de pensions gérées un service à coût raisonnable et d'accueillir de nouvelles caisses en mandat de gestion avec une plateforme de gestion performante. En matière de placements, mobiliers et immobiliers, nous continuons à mettre l'accent sur les investissements socialement responsables.

### **Avez-vous multiplié les visioconférences pendant cette crise?**

En mars, notre conseil d'administration et ceux des caisses que nous gérons souhaitaient être informés très régulièrement et nous avons donc effectivement participé à de nombreuses visioconférences, une par semaine pour les conseils de Retraites Populaires et institutions en gérance.

**Alors que Pierre-Yves Maillard, ancien conseiller d'Etat du canton de Vaud et actuel Président de l'USS était déjà membre de votre conseil d'administration, Pascal Broulis, conseiller d'Etat en charge des finances vient aussi de le rejoindre. Ils sont l'œil et la main du**

### **canton de Vaud dans Retraites Populaires?**

En tant qu'institution de droit public, sans but lucratif et bénéficiant d'une garantie du canton sur nos engagements, il est normal que des représentants de l'Etat expérimentés siègent dans notre conseil. Nous bénéficions également d'autres compétences, comme celle de Muriel Widmer, spécialiste de la gestion des risques, ou celles du nouveau président de ce conseil, Joël Wagner, professeur d'actuariat et ancien membre de la CHS PP.

### **La hausse des décès due au Covid-19 va-t-elle modifier la structure du passif de votre bilan?**

A la mi-mai, nous avons enregistré 540 décès contre 490 à la même date en 2019. C'est une augmentation de 10%, mais le principal effet de la pandémie sur notre bilan se fera sentir au niveau des résultats de placements en fin d'année. Une fois notre allocation d'actifs définie, nous envisageons de miser encore plus sur des classes d'actifs peu complexes et qui permettent de réduire les frais de gestion de la fortune.

### **Qu'allez-vous garder de cette expérience de travail à distance pour tous?**

La digitalisation des dossiers permet une optimisation des processus de traitement des cas dans les contacts avec les assurés de la prévoyance professionnelle ou de l'assurance-vie. Cette amélioration des processus grâce à une utilisation accrue de l'informatique va se poursuivre. L'utilisation de visioconférences pour informer les clients est également très efficace et cette méthode pourrait être plus largement développée. Pour un certain nombre de collaborateurs, le télétravail va être conservé un à deux jours par semaine. Nous devons pour cela faire évoluer la gestion des horaires. Dans le même temps, ceci devrait nous permettre à terme de diminuer les espaces de travail dans l'entreprise tout en s'assurant que nos collaborateurs disposent chez eux d'un espace de travail adéquat. |

### **Interview: Geneviève Brunet**

Correspondante en Suisse romande

## **Une centenaire vaudoise très active**

Institution de droit public sans but lucratif créée en 1907 dans le canton de Vaud pour promouvoir la prévoyance vieillesse facultative de la population selon le principe de la mutualité; Retraites Populaires – à l'instar des Rentes Genevoises ou de la Caisse cantonale d'assurance populaire à Neuchâtel – bénéficie d'une garantie de l'Etat sur ses engagements et garde une forte implantation cantonale. A plus de 110 ans, Retraites Populaires est un acteur majeur sur le marché de l'assurance-vie dans le canton de Vaud et sur celui de la prévoyance professionnelle. L'institution affichait un total du bilan de 7.7 mias de francs à fin 2019, avec une performance nette de 11.3%. Outre son activité propre dans la prévoyance professionnelle pour plus de 2800 employeurs, les polices de libre passage et l'assurance-vie individuelle, Retraites Populaires assure des mandats de gestion pour plusieurs caisses de pensions – dont les deux grandes caisses publiques CPEV (Caisse de pensions de l'Etat de Vaud) et CIP (Caisse intercommunale de pensions) – avec un total de 27 mias de fonds sous gestion à fin 2019. Retraites Populaires administre ainsi près de 6% du parc locatif vaudois, soit 14 000 logements répartis dans 564 immeubles, essentiellement en locatif résidentiel.

# Sozialpartnerkompromiss alternativlos

In der Vernehmlassung ist der Vorschlag des Bundesrats nicht nur auf Zustimmung gestossen.

Die vorgebrachten Alternativen sind in den Augen von Gabriela Medici, Zentralsekretärin des Schweizerischen Gewerkschaftsbunds (SGB), zu wenig ausgegoren. Eine Verzögerung wegen der Coronakrise liegt nicht drin.

## **Frau Medici, wie beurteilen Sie die Vernehmlassungsantworten zur Reform, die dem von Ihnen miterarbeiteten Kompromissvorschlag entspricht?**

Die Vernehmlassungsantworten zeigen auf, dass die BVG-Reform nur gelingen kann, wenn der Rentenerhalt garantiert ist sowie Verbesserungen für Teilzeitanestellte und eine Glättung der Altersgutschriften für ältere Arbeitnehmende erfolgen. An diesen Zielen haben sich die Sozialpartner orientiert. Zwar unterscheiden sich die Antworten teilweise darin, wie diese Ziele erreicht werden sollen. Es fällt aber auf, dass keine in sich geschlossenen alternativen Lösungen vorgeschlagen werden, die bereits rein rechnerisch alle diese Ziele erfüllen – ohne umlagefinanzierten Rentenzuschlag.

## **Dennoch stösst der Rentenzuschlag auf viel Ablehnung.**

Zunächst ist das Ausmass der Ablehnung zu relativieren. Verschiedene Organisationen, Parteien und Verbände begrüssen den Rentenzuschlag nicht nur, sondern fordern seine Umsetzung als Mindestvoraussetzung, sich mit der BVG-Reform einverstanden erklären zu können. Wiederum andere lassen sich dahingehend vernehmlassen, dass sie angesichts des austarierten Kompromisses und des Reformdrucks dazu bereit sind, die Reform so wie vorgeschlagen mitzutragen. Die Ablehnung kommt primär aus der Vorsorge- und Bankenbranche. Ihr Hauptargument gegen das solidarische Umlageelement ist, dass der Zuschlag «systemfremd» sei. Systeme können und sollen aber, wenn nötig, rasch angepasst werden. Sodass sie der Bevölkerung dienen und nicht umgekehrt. Reformen der



Gabriela Medici

Altersvorsorge können nur gelingen, wenn sie der Bevölkerung nützen. Da ist die Umlagekomponente für tiefe und mittlere Einkommen überzeugend. Weit überzeugender als die – notabene in einer Sozialversicherung – ebenso systemfremden Geldabflüsse und Gewinne, die die 2. Säule ebenfalls prägen und die im Kompromissvorschlag nicht angetastet werden. Der Rentenzuschlag ist aber nicht nur sozial, sondern in einer Situation, in der man mit relativ sicheren, langfristigen Anlagen eigentlich sogar Geld verliert, auch ökonomisch sinnvoll. Für den SGB ist ein Verzicht auf die Umlagekomponente deshalb ausgeschlossen.

## **Sie haben die Ablehnung durch die Vorsorgebranche angesprochen. Was halten Sie vom Vorschlag des ASIP?**

Der ASIP will die Kompensationen für die Übergangsgeneration einzig über die Reserven der jeweiligen Kassen finanzieren. Dass dies nicht funktioniert, haben auch die bürgerlichen Parteien längst verstanden, das zeigen ihre Vernehmlassungsantworten deutlich. Eigentlich befremdlich, wenn ein Branchenverband die Realitäten, innerhalb seiner Mitglieder, weniger deutlich anerkennt.

## **Was halten Sie davon, Gelder der SNB zur Finanzierung der BVG-Reform zu verwenden?**

Viele haben innerhalb kurzer Zeit realisiert, dass die SNB-Milliarden in die Altersvorsorge müssen. Das ist positiv. Der SGB arbeitet nach wie vor daran, dass die SNB-Gewinne für eine stärkere AHV eingesetzt werden – da kommen sie allen zugute, auch jenen Frauen, die weiterhin keine BVG-Rente erhalten. Denn heute erhalten ein Drittel aller Frauen bei Renteneintritt keine Rente aus der 2. Säule. Insofern gehen die Beschlüsse des Nationalrats in der Sommersession – wonach die Erträge der SNB aus den Negativzinsen der AHV zukommen sollen – in die richtige Richtung.

## **Wie geht es weiter mit der Reform?**

Der SGB wird sich gemeinsam mit den Kompromisspartnern weiterhin dafür einsetzen, dass der Bundesrat den Reformvorschlag so rasch wie möglich dem Parlament unterbreitet. Seit Einführung des Drei-Säulen-Systems zu Beginn der 1970er Jahre vertreten die Gewerkschaften und Arbeitgeber erstmals die gleiche Position zur 2. Säule. Das zeigt das grosse Mehrheitspotenzial des Vernehmlassungsvorschlags. So etwas aufs Spiel zu setzen, wäre leichtsinnig.

## **Hat der Lockdown einen Einfluss auf den Zeitplan?**

Die Coronakrise und der Lockdown haben viel Energie und Ressourcen gekostet. Wir hoffen dennoch, dass die parlamentarischen Debatten noch dieses Jahr aufgenommen werden können. |

**Interview (schriftlich): Gregor Gubser**

# Le compromis des partenaires sociaux sans alternative

La proposition du Conseil fédéral n'a pas seulement suscité des avis favorables dans le cadre de la consultation. Aux yeux de Gabriela Medici, secrétaire centrale de l'Union syndicale suisse (USS), les options qui sont proposées en alternative ne sont pas assez mûrement réfléchies.

Le coronavirus ne doit pas freiner la réforme.

## Madame Medici, que pensez-vous des réponses à la consultation sur la réforme basée sur la solution de compromis que vous avez contribué à élaborer?

Les réponses à la consultation montrent que la réforme de la LPP ne peut réussir que si les prestations de rente sont maintenues, la situation des salariés à temps partiel est améliorée et les bonifications de vieillesse des travailleurs âgés sont lissées. Les partenaires sociaux ont pris ces objectifs pour repère. Certes, les moyens par lesquels on veut atteindre ces objectifs diffèrent parfois. Il est toutefois frappant de constater qu'aucune solution alternative cohérente n'est proposée qui réponde, ne serait-ce qu'en termes purement arithmétiques, à tous ces objectifs – sans supplément de rente financé par répartition.

## Et pourtant, le supplément de rente rencontre beaucoup d'opposition.

Tout d'abord, il convient de relativiser cette opposition. Bon nombre d'organisations, partis et associations non seulement saluent le supplément de rente, mais exigent même sa mise en œuvre comme condition minimale pour pouvoir accepter la réforme de la LPP. D'autres déclarent qu'ils sont prêts à soutenir la réforme telle que proposée parce que le compromis est équilibré et que la réforme est une nécessité. Le rejet provient principalement des milieux de la prévoyance et des banques. Leur principal argument contre l'élément de solidarité par répartition est que le supplément est «étranger au système». Les systèmes peuvent et doivent toutefois évoluer rapidement au gré des besoins. Pour qu'ils

servent la population et non l'inverse. Les réformes de la prévoyance vieillesse ne peuvent réussir que si elles profitent à la population. La composante «répartition» en faveur des revenus faibles et moyens est convaincante à cet égard. Bien plus convaincante dans une assurance sociale, soit-dit en passant, que les sorties de capitaux et les bénéfices qui caractérisent également le deuxième pilier et auxquels la solution de compromis ne touche pas. Par ailleurs, le supplément de rente est non seulement socialement judicieux, mais aussi économiquement raisonnable à l'heure où l'on perd effectivement de l'argent avec des placements relativement sûrs et de long terme. Pour l'USS, renoncer à la composante de répartition n'est donc pas une option.

## Vous avez mentionné le rejet par les milieux de la prévoyance. Que pensez-vous de la proposition de l'ASIP?

L'ASIP veut financer la compensation pour la génération transitoire uniquement par les réserves des caisses de pensions concernées. Même les partis bourgeois ont compris depuis longtemps que cela ne fonctionnerait pas comme le montrent clairement leurs réponses à la consultation. Il est en fait étrange qu'une association professionnelle ait une perception moins claire de la situation réelle de ses membres.

## Que pensez-vous de l'idée d'utiliser des fonds de la BNS pour financer la réforme de la LPP?

En peu de temps, l'idée que les milliards de la BNS devraient aller dans la prévoyance vieillesse a fait beaucoup de chemin. C'est une bonne chose. L'USS

continue à militer pour un renforcement de l'AVS par ces milliards. Tout le monde en profiterait, y compris les femmes qui ne perçoivent toujours pas de rente LPP. Et elles sont encore un tiers ces femmes aujourd'hui à ne pas avoir de 2<sup>e</sup> pilier à la retraite. De ce point de vue-là, le Conseil national a fait un pas dans la bonne direction en décidant, lors de sa session d'été, que les bénéfices de la BNS provenant des taux d'intérêt négatifs devaient aller à l'AVS.

## Quelle est la prochaine étape de la réforme?

Avec ses partenaires qui ont participé à l'élaboration du compromis, l'USS continuera à œuvrer pour que le Conseil fédéral soumette la proposition de réforme au Parlement dans les meilleurs délais. Depuis l'introduction du système des 3 piliers au début des années 1970, les syndicats et les employeurs défendent pour la première fois la même position dans le 2<sup>e</sup> pilier. Cela montre le grand potentiel consensuel de la proposition mise en consultation. Il serait imprudent de mettre ce potentiel en péril.

## Est-ce que le confinement a affecté le calendrier?

La pandémie du coronavirus et le confinement ont coûté beaucoup d'énergie et de ressources. Mais nous espérons néanmoins que les débats parlementaires pourront être lancés encore cette année. |

Propos recueillis par écrit par:  
Gregor Gubser

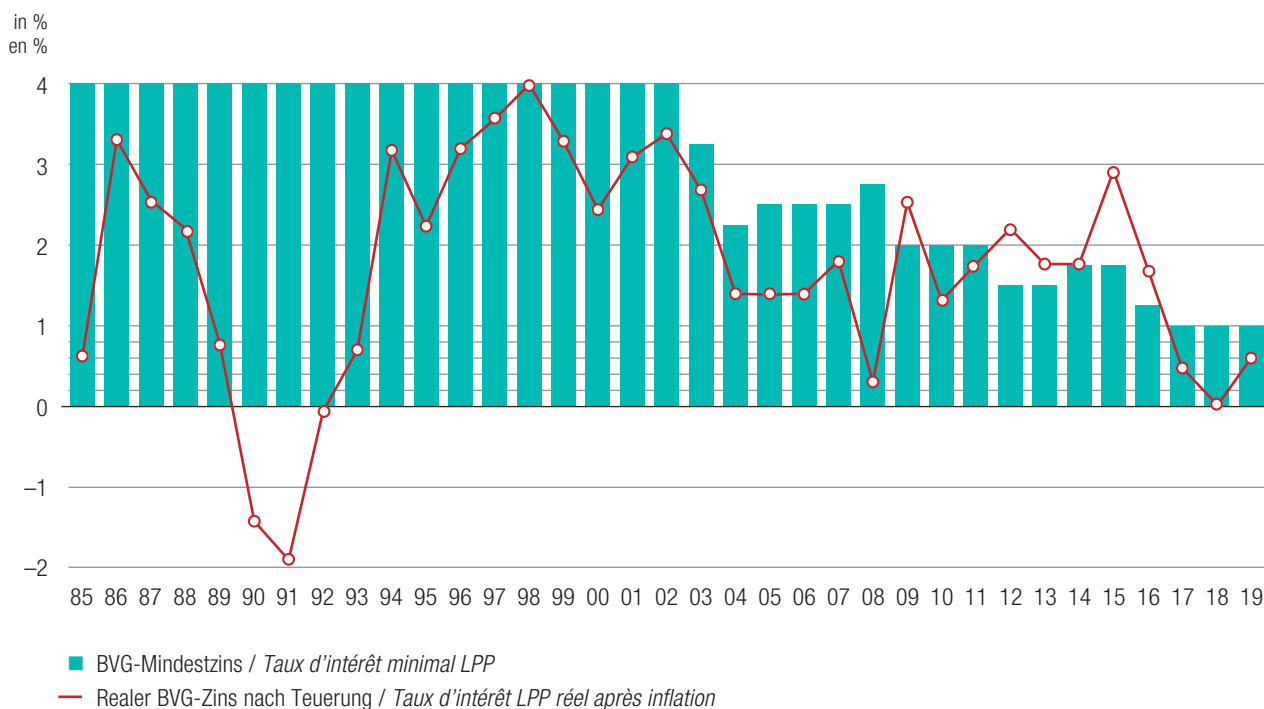
Grafik des Monats / Graphique du mois

## Real erfreuliche Verzinsungsjahre

### Des années d'intérêts réels réjouissants

Mindestzins: Nominell und teuerungsbereinigt

Taux d'intérêt minimal: nominal et corrigé de l'inflation



Quelle: BFS (Grafik: «Finanz und Wirtschaft», Pensionskassenvergleich)

Source: OFS (graphique: «Finanz und Wirtschaft», comparatif des caisses de pensions)

ho. Die Verzinsung im BVG war in den letzten zehn Jahren ungefähr gleich hoch wie in den ersten zehn Jahren nach der Jahrtausendwende. Diese Aussage ist offensichtlich falsch, wenn man in nominalen Werten denkt. Doch sie ist korrekt, wenn man die

reale Verzinsung betrachtet, die um die Teuerung bereinigt ist.

Eigentlich ist der reale Wert entscheidend, spiegelt er doch die effektive Kaufkraft wieder, die die Versicherten durch die Verzinsung erhalten. In den Köpfen ist jedoch der nominale Wert

tief verankert. Diese Verankerung macht es Pensionskassen fast unmöglich, den Versicherten zu erklären, dass beispielsweise das eine Prozent Mindestzins 2017 für den Versicherten letztlich erfreulicher war als die 2.75 Prozent des Jahres 2009. |

ho. L'intérêt crédité dans la LPP au cours des dix dernières années était à peu près équivalent à celui de la première décennie après le tournant du millénaire. En termes nominaux, cette affirmation est manifestement fautive. Mais elle devient correcte si on consi-

dère la valeur réelle, corrigée de l'inflation.

Et c'est cette valeur réelle qui est déterminante, car elle reflète le pouvoir d'achat effectif qui est conféré aux assurés à travers le taux d'intérêt. Cependant, la valeur nominale est si pro-

fondément ancrée dans l'esprit des assurés que les caisses de pensions peinent à leur faire comprendre que le taux d'intérêt minimal de 1% en 2017 était finalement plus avantageux pour eux que les 2.75% de 2009. |

# Internationale Unternehmensanleihen in volatilen Zeiten.

Chancen nutzen – mit fundamentaler Einzelwertauswahl.



**CAPITAL  
GROUP**<sup>SM</sup>

Kontakt:

**Fabian Wallmeier**  
Managing Director Institutional  
Switzerland  
+41 44 567 80 13  
[Fabian.Wallmeier@capitalgroup.com](mailto:Fabian.Wallmeier@capitalgroup.com)

**Katja Isik**  
Associate Director Institutional  
Switzerland  
+41 44 567 80 06  
[Katja.Isik@capitalgroup.com](mailto:Katja.Isik@capitalgroup.com)

Capital International Sàrl,  
Claridenstrasse 41, 8002 Zurich

Vor den jüngsten Turbulenzen waren internationale Unternehmensanleihen so teuer wie selten zuvor. Jetzt scheinen sie sehr viel günstiger bewertet – und bieten Chancen, wenn man auf stabile Emittenten setzt.

Aufgrund der zahlreichen Neuemissionen und der steigenden Zahl gefallener Engel muss man aber wählerisch sein. Sorgfältige Analysen können helfen, gefährdete Emittenten zu meiden.

## Internationale Unternehmensanleihen bei Capital Group

- **Fundamentalanalyse:** Unternehmensanleihen werden längst nicht so intensiv beobachtet wie Aktien. Umso mehr können sich Fundamentalanalysen lohnen.
- **Starkes Risikomanagement:** Für uns sind Credit Spreads die wichtigste Ertragsquelle. Kein High Yield, keine Währungsrisiken und nur wenig aktives Zinsrisiko.
- **Stabiler ESG-Rahmen:** Bei unseren Analysen richten wir uns nach den Vorgaben des UN Global Compact.

Mehr über unsere Kompetenz im Bereich Unternehmensanleihen erfahren Sie von Fabian Wallmeier und Katja Isik. Oder besuchen Sie uns auf [capitalgroup.com/europe](https://capitalgroup.com/europe)

**NUR FÜR QUALIFIZIERTE INVESTOREN. Werbematerial**

**Der Wert von Anlagen und Erträgen kann schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.**

Dieses von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37 Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, herausgegebene Dokument dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist ein Tochterunternehmen der Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). In der Schweiz wurde CIMC von der Schweizer Finanzmarktaufsicht (FINMA) zugelassen und wird von ihr beaufsichtigt. Die Capital Group trifft angemessene Massnahmen, um Informationen aus externen Quellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Dieses Dokument ist weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.  
©2020 Capital Group. Alle Rechte

# Une nouvelle formation et des PME vaudoises affaiblies

## Main-d'œuvre frontalière

*Elle rapporte 560 millions de francs à Genève*

Aux termes d'un accord conclu en 1973 entre la Confédération et le Gouvernement français, les personnes travaillant à Genève et domiciliées en France sont imposées à la source dans le canton du bout du lac, alors que les frontaliers travaillant dans les autres cantons suisses limitrophes de la France sont imposés par leur pays de résidence qui reverse ensuite aux cantons d'emploi une part de l'impôt perçu.

Genève reverse également 3.5% de la masse salariale brute de ses frontaliers aux collectivités locales de l'Ain et de la Haute-Savoie. Cette compensation financière genevoise (CPG) est destinée – comme son nom l'indique – à compenser une partie des charges liées à la présence de cette population dans les communes françaises: écoles, crèches, voirie, assainissement des eaux etc. Pour 2020, la CPG atteindra un montant de 315 millions de francs.

Dans le même temps, la plus grosse part du milliard de francs d'impôts perçus sur les frontaliers reste à Genève, même après paiement de l'impôt fédéral. Le gouvernement genevois a précisé le détail des sommes qui demeurent dans les caisses genevoises après versement de 130 millions à la Confédération: 420 millions pour le canton et 140 pour les communes, soit 560 millions de francs.

## Nouvelle formation pour conseiller en prévoyance

*Ecoles encore à désigner*

La nouvelle formation certifiante pour conseiller et conseillère dans le domaine de la prévoyance professionnelle développée par ACA (Association des courtiers en assurances) et SIBA (Swiss Brokers Association) en collaboration

avec l'IAF (Communauté d'intérêt pour la formation dans le domaine financier) sera bien disponible dès ce printemps en Suisse romande, précise Bernard Perritaz, Membre du comité de direction de Kessler, Responsable Suisse romande – un des soutiens de ce projet. Les écoles partenaires doivent encore être désignées et une partie de l'enseignement aura lieu à distance. Cette nouvelle formation qui mettra l'accent sur les différentes compétences nécessaires pour assurer un conseil en prévoyance de qualité s'adressera aux courtiers, mais aussi aux employés des caisses communes et collectives.

## SwissFoundations

*Nouvelle directrice du bureau romand*

La principale association faitière des fondations d'utilité publique en Suisse a élu Aline Freiburghaus au poste de directrice de son antenne romande, installée à Genève. La nouvelle directrice a pris ses fonctions le 1<sup>er</sup> juin. Cette titulaire de deux masters en sciences politiques et sciences de l'environnement de l'Université de Genève a travaillé pour SwissFoundations entre 2015 et 2019 en tant que Project Manager et responsable de la gestion des membres et des relations extérieures.

## PME Vaudoises

*Recul du chiffre d'affaire mais résilience marquée*

La crise sanitaire a fortement impacté les PME du canton de Vaud. Selon une étude menée en mai par la BCV auprès de 536 de ces entreprises, près de la moitié – soit 48% – s'attendent à une baisse de leur chiffre d'affaires pour l'année en cours. Reste que 40% d'entre elles se montrent optimistes pour la reprise. Une sur cinq est toutefois pessimiste quant à ses possibilités de rebond, plus particulièrement dans les secteurs de l'hébergement, de la restauration et des activités

culturelles. En conséquence, quelque 18% de ces PME vaudoises prévoient de réduire leurs effectifs.

Autre enseignement de cette étude: un tiers des entreprises sondées utilisera le télétravail après la crise. Logique, puisque 71.5% se sont déclarées satisfaites de la productivité du télétravail. |

## Geneviève Brunet

Correspondante en Suisse romande



Jérôme Cosandey, Directeur romand, Avenir Suisse

# Une prévoyance largement intacte – pour qui garde son emploi

Le coronavirus ne met pas uniquement notre système sanitaire et notre économie à l'épreuve, il a aussi un impact immédiat sur la prévoyance professionnelle. Pour étudier ce dernier, il faut toutefois distinguer la situation des personnes qui gardent leur emploi (et donc restent affiliées à leur caisse de pension) de celle des chômeurs.

## Protection, même au chômage partiel

Pour les personnes en emploi, les cotisations à la prévoyance professionnelle ne sont pas péjorées, pour autant que le salaire ne dépende pas ou peu d'éléments variables. Il en va de même pour les personnes faisant recours au chômage partiel, car même si le salaire de remplacement ne se monte qu'à 80% du salaire assuré, le 100% des cotisations salariales doit être versé, les primes d'épargne pour la prévoyance professionnelle incluses.

Pour les assurés en emploi (ou au chômage partiel), la situation financière des caisses de pension est ainsi déterminante. Heureusement, les réserves financières des institutions de prévoyance suisses étaient confortables avant la crise. Selon la Commission de haute surveillance de la prévoyance professionnelle (CHS PP), leur taux de couverture moyen à la fin décembre 2019 était de 112%, c'est-à-dire que les caisses disposaient de réserves de fluctuation de valeur d'environ 12%. Avec la chute mondiale des marchés boursiers au premier trimestre 2020, ces réserves ont été considérablement réduites. Depuis, les marchés se sont partiellement redressés. Fin avril, le taux de couverture moyen était de 106%.

Compte tenu de l'ampleur historique de la crise, la situation financière de la plupart des caisses de pension est donc remarquablement bonne, bien que plus fragile. L'organisation décentralisée du 2<sup>e</sup> pilier et la large diversification des actifs des caisses de pension ont contribué à la résilience du système. Les assurés affiliés à ces caisses ont été jusqu'à présent suffisamment protégés.

L'évolution des marchés dans les prochains mois sera décisive pour le 2<sup>e</sup> pilier. Si les marchés évoluent latéralement ou même vers le haut, les caisses de pension s'en tireront à bon compte. Si les marchés se détériorent, les taux de couverture pourraient tomber en dessous de 100%, ce qui nécessiterait des mesures d'assainissement qui pèseraient tant sur les employeurs que sur les employés actifs. Or, ces derniers financent déjà, selon la CHS PP, des subventionnements croisés au bénéfice des



*«Du moins pour l'année 2020, la situation financière des caisses de pension ne sera affectée par la crise du coronavirus que dans une mesure raisonnable. Toutefois, cela ne signifie nullement que la prévoyance professionnelle n'a pas besoin d'être réformée.»*

retraités à hauteur de 7.2 milliards de francs par an.

## Lacunes de prévoyance

La situation est plus problématique pour les salariés qui perdent leur emploi. En effet, les prestations de l'assurance-chômage ne sont que partiellement soumises à la prévoyance professionnelle. Bien que les chômeurs continuent de payer des cotisations de risque pour la protection contre le décès et l'invalidité, les cotisations d'épargne ne sont pas versées. Cela signifie que ces personnes peuvent accumuler moins d'épargne, ce qui peut entraîner des lacunes de prestations au moment du départ à la retraite. Les chômeurs sortent également de leur institution de prévoyance et doivent «parquer» leurs avoirs sur un compte de libre passage. Il n'y a pas de taux d'intérêt minimum pour ces avoirs.

## Réforme avec retenue et souplesse

Du moins pour l'année 2020, la situation financière des caisses de pension ne sera affectée par la crise du coronavirus que dans une mesure raisonnable. Toutefois, cela ne signifie nullement que la prévoyance professionnelle

n'a pas besoin d'être réformée. La procédure de consultation de la prochaine réforme vient d'ailleurs de se terminer fin mai.

Avec la récession imminente, il faudra éviter de céder aux tentations. La disposition généreuse pour la génération transitoire envisagée dans le projet de consultation, qui prévoit une augmentation à vie des rentes LPP de 200 francs par mois pour toutes les personnes de plus de 60 ans (ou 150 francs pour celles de 55 ans, ou 100 francs pour celles de 50 ans), doit être remise en question. Plus de retenue s'impose.

De même, si la réduction envisagée de la déduction de coordination, qui améliorerait la situation des salariés à temps partiel (en majorité, il s'agit de femmes), doit rester un objectif, elle doit être introduite par étapes sur cinq voire dix ans. Une transition souple permettrait d'éviter une hausse brutale des cotisations salariales dans les secteurs comptant un grand nombre de travailleurs à temps partiel, une précaution importante pendant la récession qui s'annonce. Retenue et souplesse devront ainsi caractériser la prochaine réforme de la prévoyance. ■

Dans l'édition d'août de la «Prévoyance Professionnelle Suisse», vous sera proposé un commentaire d'Aldo Ferrari.

**Jérôme Cosandey**, Directeur romand, Avenir Suisse

# Eine weitgehend intakte Vorsorge – sofern man noch eine Arbeit hat

Das Coronavirus stellt nicht nur unser Gesundheitssystem und unsere Wirtschaft auf die Probe, sondern wirkt sich auch unmittelbar auf die berufliche Vorsorge aus. Um diese Auswirkungen zu untersuchen, muss zwischen der Situation von Personen, die Ihren Arbeitsplatz behalten (und somit ihrer Pensionskasse angeschlossen bleiben), und derjenigen von Arbeitslosen unterschieden werden.

## Geschützt, auch bei Kurzarbeit

Für Erwerbstätige werden die Beiträge an die berufliche Vorsorge nicht beeinträchtigt, sofern ihr Lohn nicht oder nur in geringem Masse von variablen Elementen abhängt. Dasselbe gilt für Personen in Kurzarbeit. Denn obgleich der Ersatzlohn nur 80 Prozent des versicherten Lohns beträgt, müssen die Lohnbeiträge, einschliesslich der Sparbeiträge an die berufliche Vorsorge, zu 100 Prozent geleistet werden.

Für voll erwerbstätige (oder kurzarbeitende) Versicherte ist demnach die finanzielle Situation der Pensionskassen entscheidend. Glücklicherweise hatten die Schweizer Vorsorgeeinrichtungen vor der Krise komfortable Polster angehäuft. Gemäss der Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK BV) betrug der durchschnittliche Deckungsgrad per Ende Dezember 2019 112 Prozent, die Pensionskassen verfügten also über Wertschwankungsreserven von rund 12 Prozent. Durch den weltweiten Einbruch der Finanzmärkte im ersten Quartal 2020 sind diese Reserven erheblich geschmolzen, inzwischen haben sich aber die Märkte wieder teilweise erholt. Ende April lag der durchschnittliche Deckungsgrad bei 106 Prozent. Angesichts des historischen Ausmasses der Krise befinden sich die meisten Pensionskassen also in einer bemerkenswert guten, wenn auch etwas anfälligeren Lage. Die dezentrale Struktur der 2. Säule und die breite Diversifikation des Vorsorgevermögens haben zur Widerstandsfähigkeit des Systems beigetragen. Die einer solchen Pensionskasse angeschlossenen Versicherten sind bisher ausreichend geschützt.

Für die 2. Säule wird die Entwicklung der Märkte in den kommenden Monaten entscheidend sein. Bewegen sich diese seitwärts oder gar aufwärts, so stehen die Pensionskassen gut da. Sollten sich die Märkte jedoch verschlechtern, so könnten die Deckungsgrade unter 100 Prozent fallen und Sanierungsmassnahmen notwendig werden, was Arbeitgeber und aktive Arbeitnehmer gleichsam belasten würde. Doch letztere finanzieren gemäss der OAK BV bereits heute Quersubventionen für die Rentner von jährlich 7.2 Milliarden Franken.

## Vorsorgelücken

Problematischer ist die Lage für Arbeitnehmer, die ihren Job verlieren. Tatsächlich unterstehen die Leistungen der Arbeitslosenversicherung nur teilweise der beruflichen Vorsorge. Arbeitslose zahlen zwar weiterhin Risikobeiträge zur Absicherung gegen Tod und Invalidität, die Sparbeiträge werden jedoch sistiert. Das hat zur Folge, dass die Betroffenen weniger Ersparnisse ansammeln, was bei der Pensionierung zu Leistungslücken führen kann. Arbeitslose scheiden zudem aus der Pensionskasse aus und müssen ihr Vermögen auf einem Freizügigkeitskonto «parkieren». Für diese Vermögenswerte gibt es keinen Mindestzinssatz.

## Zurückhaltung und Flexibilität bei der Reform

Zumindest im Jahr 2020 wird die Coronavirus-Krise die finanzielle Lage der Pensionskassen nicht über Gebühr belasten. Was aber mitnichten bedeutet, dass die berufliche Vorsorge keiner Reform bedarf. Die Vernehmlassung dazu ist Ende Mai abgeschlossen worden.

Angesichts der drohenden Rezession gilt es, den Versuchungen standzuhalten. Die in der Vernehmlassungsvorlage vorgesehene, grosszügige Regelung für die Übergangsgeneration, die eine lebenslange Erhöhung der BVG-Renten um 200 Franken pro Monat für alle Personen über 60 Jahre (beziehungsweise 150 Franken für die 55-Jährigen und 100 Franken für die 50-Jährigen) vorsieht, muss in Frage gestellt werden. Mehr Zurückhaltung ist geboten.

Ebenso sollte die geplante Senkung des Koordinationsabzugs zur Verbesserung der (mehrheitlich weiblichen) Teilzeitbeschäftigten zwar ein langfristiges Ziel bleiben, jedoch nur etappenweise, über fünf oder sogar zehn Jahre eingeführt werden. Bei einem gestaffelten Übergang könnte ein abrupter Anstieg der Lohnbeiträge in Branchen mit einer grossen Anzahl von Teilzeitbeschäftigten vermieden werden, was bei der anstehenden Rezession von besonderer Wichtigkeit sein könnte. Die vorgesehene Rentenreform sollte daher von Zurückhaltung und Flexibilität geprägt sein. |

«Zumindest im Jahr 2020 wird die Coronavirus-Krise die finanzielle Lage der Pensionskassen nicht über Gebühr belasten. Was aber mitnichten bedeutet, dass die berufliche Vorsorge keiner Reform bedarf.»

In der Augustausgabe der «Schweizer Personalvorsorge» lesen Sie einen Kommentar von Aldo Ferrari.



**Claude Chatelain**, Vorsorge- und Finanzjournalist, Bern

## Finanzierung via Sicherheitsfonds gewinnt Sympathie

Was tut eine Partei, um ihrem Anliegen besonderen Nachdruck zu verleihen? Man einigt sich mit der Fraktion einer anderen Partei und reicht je eine Interpellation exakt gleichen Wortlauts ein: Genau das tun die Luzerner CVP-Fraktionschefin Andrea Gmür und der Zürcher FDP-Fraktionschef Beat Walti. Sie wollen vom Bundesrat wissen, ob das Parlament spätestens im Herbst die Botschaft zur BVG-Revision erwarten darf. Falls nicht, welche neuen Erkenntnisse sich der Bundesrat durch eine weitere Verzögerung der Botschaft erhoffe.

Dass die beiden Bundesratsparteien gemeinsam Druck aufbauen, ist erfreulich. Werden sie dann auch nachher gemeinsam für eine Mehrheit sorgen? Zumindest am Willen solle es nicht fehlen, versichert Beat Walti: «Es ist kein Zufall, dass die Interpellation von den Partei- und Fraktionspräsidenten von FDP, SVP, CVP und GLP unterzeichnet ist.» Die Unterzeichner teilten die Ansicht, dass die Vorsorgereform nicht weiter aufgeschoben werden dürfe.

Es stimmt versöhnlich, dass die bürgerlichen Parteien zumindest punkto Dringlichkeit Einigkeit demonstrieren. Wirklich hoffnungsfroh können wir aber erst sein, wenn sie sich auch auf eine Stossrichtung einigen. Der Obwaldner CVP-Ständerat Erich Ettlín sagte in diesen Spalten:<sup>1</sup> «Wollen wir die BVG-Revision durchbringen, müssen wir uns unter den Bürgerlichen einig sein.»

Einig sind sich die bürgerlichen Parteien bisher einzig darin, dass die vom Arbeitgeberverband und den Gewerkschaften ausgeheckte Rentenausfallkompensation, finanziert mit einem Zuschlag von 0.5 Prozent auf dem AHV-Lohn, nicht in Frage kommt. Wobei auch die Bürgerlichen die Rentenverluste der Übergangsgeneration zumindest teilweise abfedern wollen.

### Finanzierung der Übergangsgeneration

Am ehesten mehrheitsfähig sind wohl Zuschüsse durch den Sicherheitsfonds BVG, wie das auch in der vor drei Jahren gescheiterten Altersreform 2020 vorgesehen war. Davon profitieren könnten Personen, die nach Inkrafttreten des Gesetzes 45 Jahre oder älter sind.



*«Es stimmt versöhnlich, dass die bürgerlichen Parteien zumindest punkto Dringlichkeit Einigkeit demonstrieren. Wirklich hoffnungsfroh können wir aber erst sein, wenn sie sich auch auf eine Stossrichtung einigen.»*

Inzwischen hegt auch der Luzerner FDP-Ständerat Damian Müller Sympathien für die Lösung via Sicherheitsfonds. In der Mai-Ausgabe erklärte er noch an dieser Stelle, den Sozialpartnerkompromiss nicht vorschnell abschreiben zu wollen. Vielleicht tat er dies aus Rücksicht auf seinen neuen Arbeitskollegen bei Swiss Life. Gemeint ist Martin Kaiser, seit Anfang Mai in den Diensten des in Bundesbern gut vernetzten Lebensversicherers. Vorher betreute Kaiser beim Arbeitgeberverband das Dossier Sozialversicherungen und verteidigte vehement den unliebsamen Rentenzuschlag.

Jedenfalls schlägt nun Damian Müller vor, für die Dauer der Übergangsmassnahmen jährlich 500 Mio. Franken aus der Gewinnausschüttung der Nationalbank via Bund dem Sicherheitsfonds BVG zuzuführen. «Mit wenigen Ausnahmen wird eine zentrale Lösung über den Sicherheitsfonds BVG unterstützt», schreibt er in der am 17. Juni eingereichten Motion. Denn ohne eine minimale Solidarität sei eine Reform für KMU-Branchen mit

geringen Margen nicht finanzierbar.

Mit dieser Motion mit dem Titel «Gewinne aus den Negativzinsen in der beruflichen Vorsorge gehören den Versicherten» verknüpft Müller zwei Problemfelder: das Problem der Rentenausfallkompensation und das Problem der Negativzinsen – und präsentiert dazu eine einzige Lösung. Zwei Fliegen auf einen Schlag, könnte man das nennen, um eine etwas abgegriffene Redewendung zu bemühen.

### Wem gehören die Einnahmen aus den Negativzinsen?

Dass die Pensionskassenwelt durch die Negativzinspolitik der Nationalbank in ungebührlicher Art und Weise bestraft wird, ist immer wieder thematisiert worden. Um nur ein Beispiel zu nennen: Im Februar letzten Jahrs forderten die Ständeräte Alex Kuprecht und Paul Rechsteiner die SNB dazu auf, die Einnahmen aus den Negativzinsen von jährlich rund 2 Mrd. Franken an die Pensionskassen zurückzuerstatten. Dass der eine der SVP und der andere der SP angehört, verlieh dem Anliegen den verdienten Nachhall. Auf einen parlamentarischen Vorstoss der beiden Schwergewichte wartete man indessen vergebens. Sie fanden es zielgerichteter, im Hintergrund zu lobbyieren.

Immerhin kann man nüchtern feststellen, dass das Tabu, Nationalbankgewinne zweckgebunden zu verwenden, immer

<sup>1</sup> «Schweizer Personalvorsorge» 05/20.

stärker bröckelt. Eben erst segnete der Nationalrat die Motion «Negativzinsen der SNB für die AHV» mit 108 zu 79 Stimmen ab. Laut dem Motionär Alfred Heer handelt es sich bei den Negativzinsen um eine Art indirekte Steuer. Das geht so: Der Sparer wird mit Negativzinsen bestraft, die via Gewinnausschüttung der SNB dem Bund zugute kommen. «Durch diese Verzinsung werden die Sparer beschissen», sagte SVP-Nationalrat Alfred Heer in der Ratsdebatte. Es wäre aber Stand heute eine grosse Überraschung, sollte auch der Ständerat dieser Motion zustimmen.

Die genannte Motion von Damian Müller, «Gewinne aus den Negativzinsen in der beruflichen Vorsorge gehören den Versicherten», müsste eigentlich höhere Erfolgchancen haben. Denn im Unterschied zur AHV geniesst die berufliche Vorsorge keinerlei Erleichterungen, was die Negativzinsen der SNB betrifft. Ob allerdings tatsächlich eine zeitliche Kongruenz besteht zwischen der Dauer der Belastung des Vorsorgesystems durch die Negativzinsen und der erforderlichen Dauer zur Finanzierung der Übergangsgeneration, wie das der Motionär unterstellt, darf bezweifelt werden.

#### Einkauf in die Säule 3a ist noch nicht möglich

Anderes Thema: Nach dem Ständerat stimmte am 2. Juni auch der Nationalrat der Motion «Einkauf in die Säule 3a ermöglichen» von CVP-Ständerat Erich Ertlin zu. Danach soll man rückwirkend in die Säule 3a einzahlen können, sofern man in früheren Jahren vom steuerbegünstigten Sparen 3a nicht vollständig profitieren konnte.

In den Medien war die Überweisung dieser Motion an den Bundesrat ein grosses Thema. «Säule 3a: Nachträglicher Einkauf neu möglich», ist auf einem Internetportal zu lesen. Mehr noch: Die Bank Vontobel hat bereits ein Tool entwickelt, mit dem man Lücken und Nachzahlungsmöglichkeiten eruieren kann. Es wird aber noch einige Zeit dauern, ehe man diese Steuersparmöglichkeit nutzen kann – wenn überhaupt. Der Bundesrat, der die Motion zur Ablehnung empfohlen hatte, fasste bloss den Auftrag, einen Erlassentwurf auszuarbeiten. Sollte er nach zwei Jahren keinen Entwurf vorlegen können, muss er dies in einem Bericht begründen. Laut Bundesrat Alain Berset sind aktuell nur 13 Prozent der Steuerpflichtigen in der Lage, den heute gültigen Maximalbeitrag einzuzahlen und vom steuerbaren Einkommen in Abzug zu bringen.

#### Arbeitgeberreserven sind zweckgebunden

Zum Schluss noch dies: Unternehmer seien gewarnt, sich nicht etwa an Arbeitgeberreserven zu vergreifen, sollten sie wegen des Lockdowns in die Bredouille geraten. «Arbeitgeberbeitragsreserven sind nach den heutigen gesetzlichen Bestimmungen nur für die Begleichung von Arbeitgeberbeiträgen oder zu Sanierungszwecken vorgesehen», macht der Bundesrat klar. Er sagte dies in einer Fragestunde aufgrund einer Anfrage des Freiburger Grünen Gerhard Andrey. **I**

Auf unserer Website finden Sie einen Überblick über Motionen, Postulate und parlamentarische Initiativen: <https://vps.epas.ch/unsere-zeitschriften-im-ueberblick/schweizer-personalvorsorge/dossier>

WERBUNG

PUBLICITÉ

**1291**  
Die Schweizer Anlagestiftung

## Immobilien - Sacheinlagen

### Seminar für Pensionskassen mit direkt gehaltenen Immobilien

Was ist zu beachten, wenn ein Immobilien-Portfolio an direkt gehaltenen Immobilien in Form einer Sacheinlage übertragen wird? Antworten auf diese und weitere Fragen geben Ihnen die aufgeführten Immobilienspezialisten:

**Thomas Breitenmoser**, Complementa AG, Leiter Investment-Controlling & Consulting

**Claude Monnier**, Häusermann + Partner, Rechtsanwalt, Notar, Partner

**Yonas Mulugeta**, CSL Immobilien AG, CEO, Partner, Mitglied der Geschäftsleitung

**Annica Anna Pohl**, CSL Immobilien AG, Leiterin Anlageimmobilien, Gewerbeimmobilien & Mietervertretung, Erweiterte Geschäftsleitung

**Stephan Valcanover**, Nova Property Fund Management AG, Leiter Akquisition

**Mittwoch, 23. September 2020, 9.30 bis 13.30 Uhr, Hotel Widder, Rennweg 7, Zürich**

Wir freuen uns auf Ihre kostenlose Anmeldung unter [info@1291ast.ch](mailto:info@1291ast.ch).



DU PALAIS FEDERAL

**Claude Chatelain**, journaliste financier spécialisé dans la prévoyance, Berne

## *La cote de sympathie monte pour le financement via le fonds de garantie*

Comment procède un parti pour mieux faire avancer sa cause? Il se met d'accord avec le groupe d'un autre parti et chacun introduit une interpellation au libellé identique: c'est exactement ce que font la cheffe lucernoise du groupe PDC Andrea Gmür et le chef zurichois du groupe PLR Beat Walti. Ils demandent au Conseil fédéral si le Parlement peut attendre le message sur la LPP au plus tard pour l'automne. Et dans le cas contraire, quels sont les nouveaux enseignements que le Conseil fédéral espère tirer d'un nouveau report du message.

C'est bien que les deux partis s'entendent pour mettre la pression au niveau fédéral. Mais est-ce qu'ils s'entendront encore par la suite pour arriver à une solution majoritaire? La volonté existe bien, affirme Beat Walti: «Ce n'est pas un hasard si l'interpellation porte la signature des chefs de parti et de groupe du PLR, de l'UDC, du PDC et des Vert'libéraux.» Tous les signataires sont en effet d'avis, selon Walti, que la réforme de la prévoyance ne souffre pas un nouveau retard.

La démonstration d'unité des partis bourgeois, du moins en ce qui concerne l'urgence, est une lueur d'espoir. Mais c'est seulement s'ils s'entendent également sur une démarche commune que l'on pourra être ouvertement optimiste. Ou comme le disait dans ces colonnes Erich Ettl, le conseiller aux Etats PDC du canton d'Obwald:<sup>1</sup> «Si nous voulons que la révision de la LPP passe, il nous faudra nous entendre entre partis bourgeois.»

La seule chose sur laquelle les partis bourgeois sont d'accord jusqu'à présent, c'est qu'il est hors de question de financer la compensation de la perte de rente par une ponction du salaire AVS de 0.5% comme le proposent l'Union patronale et les syndicats, bien que les partis bourgeois entendent également compenser, au moins partiellement, les pertes de rente de la génération de transition.

### **Financement de la génération de transition**

C'est sans doute le subventionnement par le fonds de garantie LPP que prévoyait déjà la réforme Prévoyance vieillesse 2020 rejetée il y a trois ans qui a les plus fortes chances de recueillir une majorité. En bénéficieraient les personnes âgées de 45 ans ou plus au moment de l'entrée en vigueur de la loi.

Entre-temps, le conseiller aux Etats lucernois et membre du PLR Damian Müller se dit aussi favorable à la solution avec le fonds de garantie. En mai, il déclarait encore ici-même ne pas vouloir écarter prématurément le compromis social. Peut-être était-ce pour ménager les sensibilités de son nouveau collègue de travail chez Swiss Life, Martin Kaiser, qui est entré à début mai aux services de l'assureur vie bien connecté dans la Berne fédérale. Auparavant, Kaiser était responsable du dossier des assurances sociales à l'Union patronale et défendait avec véhémence le supplément de rente mal aimé.

Quoiqu'il en soit, Damian Müller propose maintenant que, pendant la durée des mesures transitoires, 500 millions de francs par an provenant de la distribution des bénéfices de la BNS soient transférés au fonds de garantie LPP via la Confédération. «A quelques exceptions près, une solution centralisée via le fonds de garantie LPP est accueillie favorablement», écrit-il

dans la motion introduite le 17 juin. Et il ajoute que sans un minimum de solidarité, une réforme ne sera pas finançable par le secteur des PME où les marges sont faibles.

Par cette motion déposée sous le titre «Les bénéfices dégagés par les intérêts négatifs dans la prévoyance professionnelle appartiennent aux assurés», Müller s'attaque à deux problèmes à la fois, celui de la compensation des pertes de rente et celui des taux d'intérêt négatifs, et propose de les résoudre ensemble. En quelque sorte, il fait d'une pierre deux coups, selon l'expression consacrée.

### **A qui appartient les revenus des taux d'intérêt négatifs?**

Il a souvent été dit et répété que le monde des caisses de pensions était indûment pénalisé par la politique de taux d'intérêt négatifs de la Banque nationale. Pour ne citer qu'un exemple: en février de l'an dernier, les conseillers aux Etats Alex Kuprecht et Paul Rechsteiner demandaient à la BNS de restituer aux caisses de pensions les revenus des taux d'intérêt négatifs à hauteur de 2 milliards de francs par an. Le fait que l'un appartienne à l'UDC et l'autre au PS conférerait à la demande l'écho qu'elle mérite. Cependant, on a attendu en vain une intervention parlementaire de ces deux poids lourds. Ils ont préféré faire du lobbying en coulisse, estimant que cela pouvait donner plus de résultats.

---

*«La démonstration d'unité des partis bourgeois, du moins en ce qui concerne l'urgence, est une lueur d'espoir. Mais c'est seulement s'ils s'entendent également sur une démarche commune que l'on pourra être ouvertement optimiste.»*

---

<sup>1</sup> «Prévoyance Professionnelle Suisse» 05/20.

Le fait est que le tabou d'une affectation spécifique des bénéfices de la Banque nationale s'effrite de plus en plus. Le Conseil national vient de donner sa bénédiction à la motion «Les taux d'intérêt négatifs de la BNS doivent profiter à l'AVS» par 108 voix à 79. Selon l'auteur de cette motion, Alfred Heer, les taux d'intérêt négatifs sont une sorte d'impôt indirect. Et voici comment ça fonctionne: on impose aux épargnants des intérêts négatifs qui atterrissent dans la trésorerie de la Confédération via la répartition des bénéfices de la BNS. «Les épargnants se font littéralement arnaquer», affirmait le conseiller national UDC Alfred Heer lors des délibérations à la chambre basse. En l'état, ce serait toutefois une grosse surprise si le Conseil des Etats approuvait également la motion.

La motion susmentionnée de Damian Müller, «Les bénéfices dégagés par les intérêts négatifs dans la prévoyance professionnelle appartiennent aux assurés», devrait avoir plus de succès. En effet, contrairement à l'AVS, la prévoyance professionnelle ne bénéficie d'aucun allègement en matière d'intérêts négatifs de la BNS. Cependant, on peut douter qu'il y ait réellement congruence temporelle entre la durée de la charge du système de prévoyance par les intérêts négatifs et le temps nécessaire pour financer la génération de transition, comme le prétend l'auteur de la motion.

#### Les rachats dans le pilier 3a ne sont pas encore possibles

Changement de sujet: Après le Conseil des Etats, le Conseil national a également avalisé le 2 juin la motion «Autoriser les rachats dans le pilier 3a» introduite par le conseiller aux Etats PDC Erich Ettlin. Sa demande: les personnes qui n'ont pas pu faire des versements dans le pilier 3a par le passé jusqu'à la limite autorisée devraient avoir la possibilité d'effectuer ces versements à posteriori.

La motion avait fait l'objet d'une vaste couverture médiatique au moment de son introduction. «Pilier 3a: rachats à posteriori désormais possibles», peut-on lire sur un certain portail Internet. Mieux encore: la Banque Vontobel a déjà développé un outil permettant de calculer les lacunes et les montants qu'il est possible de racheter. Cependant, la nouvelle possibilité d'optimisation fiscale risque de se faire attendre – si tant est qu'elle se matérialise un jour. Le Conseil fédéral qui avait recommandé le rejet de la motion a seulement été chargé d'élaborer un projet de décret. S'il ne produit rien de tel, il devra s'expliquer dans un rapport au bout de deux ans. D'après Alain Berset, seuls 13% des contribuables sont actuellement en mesure de payer le maximum autorisé, et donc de le déduire de leur revenu imposable.

#### Les réserves de cotisation de l'employeur ont une affectation précise

Et pour terminer, cet avertissement à l'attention des employeurs qui sont en difficulté à cause du confinement et seraient tentés de puiser dans leurs réserves de cotisation de l'employeur. «Selon la législation actuelle, les réserves de cotisation de l'employeur ne doivent être utilisées que pour le versement des cotisations patronales ou à des fins d'assainissement», a stipulé clairement le Conseil fédéral en réponse à une question que lui posait le Vert fribourgeois Gerhard Andrey dans le cadre d'une «heure des questions». |

Sur notre site Web, nous vous proposons une vue d'ensemble des motions, postulats et initiatives parlementaires: <https://vps.epas.ch/fr/nos-revues-en-uncoup-doeil/prevoyance-professionnelle-suisse/dossier>

## Bestellen Sie online auf [vps.epas.ch/shop](https://vps.epas.ch/shop)

### Die 2. Säule

vps.epas/Verein unentgeltliche BVG-Auskünfte/Pittet/Mix & Remix 2017, 108 Seiten, CHF 19.80 (1696)



### Fachwörterbuch für die berufliche Vorsorge

3. komplett überarbeitete Auflage, Januar 2015, vps.epas, 216 Seiten, CHF 69.– (1691)

### Gewos-Schriftenreihe «Beiträge zur 2. Säule»: Band 5 «Die Rolle des Arbeitgebers in der beruflichen Vorsorge»

Oktober 2016, vps.epas, 224 Seiten, CHF 69.– (1695)

### Glossaire de la prévoyance professionnelle suisse

2<sup>e</sup> édition entièrement revue et corrigée, janvier 2016, vps.epas, 224 pages, CHF 69.– (1634)

### Diktionär für die berufliche Vorsorge DE/FR/IT/EN

Über 1000 Fachbegriffe, 4 Sprachen, Buch inkl. CD, 180 Seiten, vps.epas/Dike Verlag, 2014, CHF 69.– (1690)

### Pensionskassenführung in der Praxis

Handbuch für Stiftungsräte und Geschäftsleitungen, Urs Schaffner, vps.epas, 2016, 108 Seiten, CHF 69.– (1692)

### Juliausgabe der «Schweizer Personalvorsorge»

(+2.5% MwSt.), CHF 29.–

### Edition juillet de la «Prévoyance Professionnelle Suisse»

(+2.5% de TVA), CHF 29.–



Für Bearbeitungs- und Versandkosten berechnen wir CHF 7.50. Falls nicht speziell vermerkt, sind die Preise inklusive 2.5% MwSt.

Aus administrativen Gründen können wir keine Ansichtsexemplare zustellen.

Pour les frais administratifs et d'envoi, nous facturons CHF 7.50. 2.5% de TVA incl. sans remarque spéciale dans tous les prix.

Pour des raisons administratives, nous ne pouvons pas envoyer d'exemplaires à l'essai.

Les thèmes fétiches des médias en juin

## Des petits investisseurs à la main heureuse

Pendant le confinement dû au coronavirus, certains ont trouvé leur bonheur dans les activités créatives en famille. D'autres ont tenté de faire leur bonheur avec des actions.

Ces derniers temps, les investisseurs privés ont redoublé d'activité à la bourse. Et selon Goldman Sachs, ils l'ont fait avec succès, annonce finanzen.ch (20 juin). Un panier d'actions qui s'est bien vendu auprès des investisseurs privés depuis le crash provoqué en mars par le virus, a dégagé un rendement de 61%. En revanche, un portefeuille composé d'investissements et de fonds spéculatifs – dont ceux de l'analyste David Kostin – n'a obtenu que 45%. En d'autres termes, les petits investisseurs privés ont battu les professionnels de 16%, précise Goldman Sachs.

### Actions cycliques et sensibles aux variations conjoncturelles

Une grande partie de la surperformance des investisseurs privés a été enregistrée à la mi-mai. A ce moment-là, les investisseurs étaient particulièrement friands de titres cycliques et d'actions sensibles aux variations conjoncturelles dont ils attendaient une évolution positive. Parmi les titres privilégiés par les investisseurs privés figuraient ceux de Penn National Gaming, Moderna, Tesla, MGM Resorts International, Snap, Go-Pro, Norwegian Cruise Line, Groupon, NVIDIA, General Motors, Facebook et Apple.

### Expérience faite avec Frankly

Entre-temps, la Banque cantonale de Zurich (ZKB) a présenté les premiers résultats de son application pour smartphone Frankly lancée pendant la pandémie de Covid-19. Selon la NZZ (24 juin), quelque 9200 épargnants avaient investi 148 millions de francs sur Frankly au 22 juin. Environ 2200 de ces clients n'avaient pas de compte auprès de

la ZKB auparavant. Selon René Buchs, responsable de la gestion des produits de prévoyance à la ZKB, quelque 80% des capitaux investis dans des produits de titres sur Frankly ont passé dans des fonds indiciels jusqu'à présent. Il a trouvé surprenant que le produit le plus demandé par les clients ait été le fonds de prévoyance indiciel comportant 95% d'actions. En règle générale, ce sont les produits de prévoyance 3a avec une quote-part d'actions de 45% qui ont la cote.

### A l'Ouest, pas d'augmentation des rentes

La crise du coronavirus a également des répercussions sur les rentes en Allemagne. L'augmentation habituelle des rentes de vieillesse pourrait être carrément supprimée l'an prochain en Allemagne occidentale et en Allemagne orientale, elle ne s'élèvera probablement qu'à 0.7%. C'est du moins ce que pense Alexander Gunkel, président du comité directeur de la Deutsche Rentenversicherung, écrit «spiegel.de» (25 juin). Mais la décision finale sur l'ajustement des rentes ne tombera que l'année prochaine.

2010 a été la dernière année sans augmentation des rentes, depuis elles ont grimpé chaque année. L'ajustement est indexé, entre autres, sur l'évolution des salaires au cours de l'année précédente. Or selon M. Gunkel, on anticipe une baisse des salaires moyens et un nombre plus faible de cotisants en raison de la crise.

### Un confinement personnel sans effets secondaires indésirables

Ruedi Noser, conseiller aux Etats PLR, propose dans une motion deux semaines de vacances supplémentaires

pour tous en échange de la retraite à 67 ans pour hommes et femmes. Selon M. Noser, sa proposition permettrait de réduire de moitié environ le déficit de financement grandissant de l'AVS et correspondrait à une adaptation du taux de conversion minimal de quelque 0.5% dans la LPP – sans baisse effective, ni perte de prestations. Il ne serait pas nécessaire d'augmenter les ponctions salariales, ni la TVA. Tous les travailleurs passeraient au nouveau système à une date butoir. Une génération de transition à partir de 55 ans pourrait choisir de rester dans l'ancien système ou de passer volontairement au nouveau système.

Katja Gentinetta, philosophe politique, auteure, chargée de cours et membre de conseils de fondation trouve l'idée à la fois séduisante et simple, comme elle l'expose dans la «NZZ am Sonntag» (28 juin). Et elle va même plus loin: «Et si le report de la retraite ne nous donnait pas seulement deux semaines de vacances supplémentaires par an, mais nous permettrait même de nous arrêter plus longtemps de temps en temps, de planifier en toute liberté notre confinement personnel, en quelque sorte?»

Car, malgré les difficultés, affirme Gentinetta, beaucoup de gens ont apprécié les semaines de confinement, le calme, la décélération, la redécouverte d'activités relaxantes, la possibilité de passer plus de temps en famille. Beaucoup auraient dit en plaisantant qu'un confinement annuel serait le bienvenu – sans les effets secondaires indésirables. |

Judith Yenigün-Fischer

## Quo vaditis, Privatkredite?

### GESPONSERTER INHALT



**Adam Wheeler**

Co-Head der Global Private  
Finance Group von Barings

COVID-19 und die Folgen des andauernden, globalen Shutdowns haben Privatkredite vor Herausforderungen gestellt. Aber es gibt Lichtblicke—als Anlageklasse bieten Privatkredite die Möglichkeit, über private Investments in qualitativ hochwertige Unternehmen zu investieren. Dabei kommen sie gegenüber den breit syndizierten Kreditmärkten in den Genuss eines potenziellen Renditeaufschlags—und dank Kreditklauseln profitieren sie von einer umfassenderen Absicherung nach unten. Einige Strategien und Marktsegmente sind jedoch besser als andere aufgestellt, um attraktive risikobereinigte Renditen zu erzielen.

Seit mehreren Jahren haben wir attraktive Wertchancen in dem Bereich gesehen, den wir als das traditionelle bzw. echte Mittelmarktsegment betrachten. Es handelt sich in der Regel um Unternehmen mit einem EBITDA von 15 bis 50 Millionen US-Dollar—mit besonderem Schwerpunkt auf Branchen, die sich für illiquide Investitionen eignen. Heute haben diese Unternehmen einen potenziellen Vorteil gegenüber ihren kleineren und grösseren Pendanten. Auf der einen Seite haben sie einen höheren Unternehmenswert als der untere Teil des Mid-Market. Dort ist das Verlustpotenzial bei Zahlungsausfällen tendenziell höher, da kleinere Unternehmen bei finanziellen Schwierigkeiten normalerweise weniger „Hebel betätigen“ können. Im Vergleich zum oberen Ende des Markts benötigen Titel im mittleren Marktsegment wahrscheinlich weniger Finanzmittel, um kurzfristige Schocks und Phasen eines sich verschlechternden Wirtschaftswachstums zu überbrücken.

### Die Folgen der spätzyklischen Stilverschiebung

Vor der Krise schirmten traditionelle Mid-Market-Unternehmen sich auch besser von einigen der riskanteren Verhaltensweisen ab. Das kann man nicht von allen Teilen des mittleren Marktsegments behaupten. In den letzten Jahren konnten wir allmählich eine gewisse spätzyklische Stilverschiebung bei Privatkrediten feststellen. Das Leverage-Niveau nahm zu und ähnelte in einigen Fällen zunehmend dem von grösseren, breit syndizierten Unternehmen. Gleichzeitig wurden die Kreditklauseln und strukturellen Schutzvorkehrungen schwächer. Covenant-Lite-Transaktionen—Deals mit weniger Kreditaufgaben—liefern auf dem liquideren, breit syndizierten Markt keinen Grund zur Sorge. Hier haben Anleger bessere Möglichkeiten, Werte zu veräussern. Deshalb sind Covenant-Lite-Transaktionen auf den illiquiden, privaten Kreditmärkten von entscheidender Bedeutung, um Verluste zu steuern. Mit ihrer Hilfe stellen Managern unter anderem sicher, dass Unternehmen bestimmte finanzwirtschaftliche Kennzahlen einhalten.

### Welche Sektoren meistern die Krise?

Für Kreditgeber, die in der Lage und bereit sind, die Finanzierungsbedürfnisse von Mid-Market-Unternehmen zu bedienen, bieten traditionelle erstrangige Senior-Debt-Anlagen weiterhin das Potenzial von robusten risikobereinigten Renditen

im Laufe der Zeit. Da auf dem Leveraged-Loan-Markt jedoch weiterhin Schockwellen nachhallen, sind einige Unternehmen und Branchen zwangsläufig besser als andere gerüstet, um der Volatilität standzuhalten.

Bereits vor der Krise stellten so genannte Modebranchen („Fads“) wie Restaurants und der Einzelhandel massgebliche Risiken dar—beispielsweise eine höhere Anfälligkeit für Intermediation und Beeinträchtigungen während des Lebenszyklus einer Investition. Angesichts des hohen Masses an Unsicherheit darüber, wie sich diese Branchen im Laufe des fünf—bis siebenjährigen Zyklus einer typischen privaten Kreditinvestition entwickeln können, halten wir diese Bereiche für weniger attraktiv. Unserer Ansicht nach sind verlässliche, defensive Sektoren tendenziell besser in der Lage, Herausforderungen zu meistern.

### Was nun?

Die langfristigen Auswirkungen des Coronavirus und die damit verbundene Konjunkturertrübung lassen sich nicht in Zahlen ausdrücken und es kann sein, dass sich die Lage erst einmal verschlechtert, bevor sie besser wird. Wenn es jedoch um Privatkredite geht, kann Volatilität auch positive Seiten haben, vor allem auf längere Sicht. Für eine Anlageklasse, die in den letzten Jahren durch verschärften Wettbewerb, mangelnde Transparenz und eine gewisse Stilverschiebung gekennzeichnet war, wird diese Krise mit ziemlicher Sicherheit „den Schleier“ in gewissem Masse lüften. Dabei werden die Strategien, die auf Langlebigkeit ausgelegt sind, offenkundig. Risikomanagement und Erfahrung sind in den Vordergrund gerückt, während Manager und Anleger versuchen, das volatile Umfeld zu meistern.

Wenn der Deal-Flow zurückkehrt und sich die Dynamik von Angebot und Nachfrage allmählich normalisiert, halten wir es für sehr wahrscheinlich, dass das Umfeld nach der Krise attraktiver sein wird als unmittelbar vor dieser Krise. Konkret sehen wir gute Chancen für eine bessere Preisgestaltung, geringere Leverage-Niveaus im Allgemeinen und robustere strukturelle Schutzvorkehrungen. Daraus könnten möglicherweise sehr günstige Bedingungen für den Einsatz von Kapital und hohe risikobereinigte Renditen für Anleger entstehen.

Aus unserer Sicht sind Manager, die ihren Fokus auf dem echten Mittelmarktsegment belassen und einen disziplinierten Ansatz beibehalten haben, statt durch höheres Leverage oder gelockerte Kreditaufgaben Renditen hinterherzujagen, am besten gerüstet, um diesen kurzfristigen Schock zu überstehen und die längerfristige Gelegenheit zu nutzen.

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um Werbematerial. Der Wert einer Anlage und die erzielten Erträge können steigen oder sinken und sind nicht garantiert.



Was die Medien im Juni bewegte

# Tante-Emma-Investoren mit glücklichem Händchen

Manche fanden während des Corona-Lockdowns ihr Glück in entspannenden Tätigkeiten mit den Liebsten. Andere versuchten ihr Glück mit Aktien.

In letzter Zeit haben private Investoren verstärkt ihr Geld an der Börse angelegt. Laut Goldman Sachs haben sie dabei ein glückliches Händchen bewiesen, wie finanzen.ch (20. Juni) berichtet. Ein Aktienkorb, der seit dem Coronacrash im März von Privatanlegern vermehrt gekauft wurde, hat eine Rendite von 61 Prozent erzielt. Ein Portfolio mit Anlagen von Investmentfonds und Hedgefonds – unter anderem auch des Analysten David Kostin – habe dagegen eine Rendite von 45 Prozent erzielt. Gemäss Goldman Sachs liegen die Wall-Street-Profis in diesem Fall ganze 16 Prozent hinter den privaten «Tante-Emma-Investoren».

## Zyklische und konjunktursensible Aktien

Ein Grossteil der Outperformance von Privatanlegern war Mitte Mai zu verzeichnen. Besonders gefragt seien in dieser Zeit zyklische Titel und konjunktursensible Aktien gewesen, von denen die Investoren eine positive Entwicklung erwarteten. Zu den von den Privatanlegern gekauften Titeln gehörten unter anderem Papiere von Penn National Gaming, Moderna, Tesla, MGM Resorts International, Snap, GoPro, Norwegian Cruise Line, Groupon, NVIDIA, General Motors, Facebook und Apple.

## Erfahrungen mit Frankly

Die Zürcher Kantonalbank (ZKB) hat inzwischen erste Zahlen zu der in der Coronakrise lancierten Smartphone-App Frankly vorgelegt. Laut NZZ (24. Juni) hatten per 22. Juni rund 9200 Sparer 148 Mio. Franken bei Frankly angelegt. Rund 2200 der Kunden hätten vorher kein ZKB-Konto gehabt. Bisher

sind laut René Buchs, Leiter Produktmanagement Vorsorgestiftungen bei der ZKB, rund 80 Prozent der in Wertschriftenprodukte angelegten Frankly-Gelder in Indexfonds geflossen. Es sei überraschend, dass bei den Kunden der Index-Vorsorgefonds mit einem Anteil von 95 Prozent Aktien am stärksten nachgefragt gewesen sei. In der Regel seien 3a-Vorsorgeprodukte mit einem Aktienanteil von 45 Prozent am beliebtesten.

## Keine Rentenerhöhung im Westen

Die Coronakrise hat auch Auswirkungen auf die Renten in Deutschland. Die übliche Erhöhung der Altersbezüge könnte im nächsten Jahr im Westen Deutschlands ausfallen, im Osten wird es voraussichtlich nur eine Anhebung um 0.7 Prozent geben. Dies meint der Vorstandsvorsitzende der Deutschen Rentenversicherung Alexander Gunkel, schreibt «spiegel.de» (25. Juni). Definitiv wird erst im kommenden Jahr über die Renten Anpassung entschieden.

Zuletzt fiel die Rentenerhöhung im Jahr 2010 aus, seither sind die Renten jährlich gestiegen. Basis für die jährliche Anpassung ist unter anderem die Lohnentwicklung im Vorjahr. Laut Gunkel gehen die Annahmen wegen der Krise von sinkenden Durchschnittslöhnen und einer niedrigeren Zahl an Beitragszahlern aus.

## Persönlicher Lockdown ohne unerwünschte Nebenwirkungen

FDP-Ständerat Ruedi Noser will mit einer Motion erreichen, dass der gesetzliche Ferienanspruch um zwei Wochen für alle und das Rentenalter für Frau und Mann auf Alter 67 erhöht werden. Der Vorschlag reduziert laut Noser die wach-

sende Finanzierungslücke der AHV um etwa die Hälfte und entspricht einer Anpassung des Mindestumwandlungssatzes im BVG – ohne Senkung und Einbussen – von rund 0.5 Prozent. Es brauche dafür keine Erhöhung von Abgaben auf Löhnen und keine höhere Mehrwertsteuer. Per Stichtag sollen alle Arbeitnehmer und Arbeitnehmerinnen in das neue System wechseln. Eine Übergangsgeneration ab Alter 55 kann wählen, ob sie im bestehenden System bleiben oder freiwillig ins neue System wechseln möchte.

Katja Gentinetta, politische Philosophin, Autorin, Lehrbeauftragte und Verwaltungsrätin, findet den Vorschlag verlockend und einfach zugleich, wie sie in der «NZZ am Sonntag» (28. Juni) schreibt. Der Vorschlag regt sie dazu an, weiterzudenken: «Wie wäre es, wenn ein Rentenaufschub nicht einfach nur zwei weitere Wochen Ferien pro Jahr bescherte, sondern überhaupt die Möglichkeit eröffnete, ab und an auch eine grössere Pause einzulegen? Wenn man gleichsam die Freiheit hätte, seinen persönlichen Lockdown zu planen?»

Laut Gentinetta haben viele die Coronawochen daheim trotz Schwierigkeiten sehr geschätzt: die Ruhe, die Entschleunigung, die Wiederentdeckung entspannender Betätigungen, mehr Zeit für die Liebsten. Nicht wenige hätten gescherzt, sie würden sich über einen jährlichen Lockdown freuen – ohne die unerwünschten Nebenwirkungen. |

Judith Yenigün-Fischer

## Quel avenir pour la dette privée ?

### ARTICLE SPONSORISÉ



**Adam Wheeler**

Co-Head of Barings'  
Global Private Finance Group

La crise du COVID-19 et la longue mise à l'arrêt de l'économie mondiale ont sans aucun doute pesé sur la dette privée. Pourtant, le bilan n'est pas tout noir et la classe d'actifs conserve un attrait certain. La dette privée permet d'investir dans des entreprises de qualité au travers de placements non cotés susceptibles d'offrir une prime de rendement par rapport au marché plus large des prêts syndiqués et dont les clauses protectrices (covenants) garantissent une meilleure protection contre le risque baissier. Certaines stratégies et certains segments du marché sont néanmoins mieux positionné(s) que d'autres pour offrir des performances attrayantes corrigées des risques.

Depuis plusieurs années, nous identifions des opportunités de rendement sur ce que nous considérons comme le véritable middle market, ce marché qui rassemble les entreprises de taille intermédiaire (dont l'EBITDA se situe dans une fourchette de 10 à 50 millions de dollars), actives en particulier dans des secteurs adaptés aux investissements moins liquides. Ce sont elles qui ont aujourd'hui l'avantage. D'une part, elles offrent une valeur plus grande que les plus petits acteurs, qui ne disposent pas d'autant de leviers pour faire face à d'éventuelles difficultés financières et présentent donc généralement un potentiel de pertes supérieur en cas de défaut. D'autre part, les entreprises intermédiaires ont semble-t-il des besoins de financement moins importants que le segment de taille supérieure lorsque des chocs se produisent à court terme ou que la croissance économique s'essouffle.

### Changement de style

Au début de la crise, certains comportements plus risqués observés dans les segments inférieurs et supérieurs du middle market semblaient épargner davantage le véritable cœur du marché. Un glissement de style de fin de cycle a semblé s'amorcer sur le marché de la dette privée ces dernières années. Les niveaux d'endettement ont augmenté, au point de parfois converger vers ceux des prêts aux entreprises syndiqués. Dans le même temps, les covenants et les protections structurelles se sont dégradées. Si les transactions à clauses allégées ne sont pas nécessairement problématiques sur le marché plus large et plus liquide des prêts syndiqués (dès lors que les investisseurs peuvent se défaire de leurs actifs plus rapidement), elles jouent en revanche un rôle clé dans la gestion des pertes sur le marché illiquide des prêts directs, car elles permettent aux gérants de s'assurer que les entreprises respectent certains indicateurs de performance.

### Saisir les opportunités

Pour les prêteurs qui ont la capacité et la volonté de répondre aux besoins de financement des entreprises du middle market, la dette senior traditionnelle de premier rang continue d'offrir un solide potentiel de performances corrigées du risque. Néanmoins, certaines entreprises et certains secteurs sont naturellement mieux armé(s) que d'autres pour résister à la volatilité qui peut secouer le marché des prêts à effet de levier.

Avant la crise, les investissements dans des secteurs très sensibles aux effets de mode comme la restauration et la grande distribution étaient déjà devenus plus risqués, car plus vulnérables à l'intermédiation ou à quelque perturbation au cours du cycle de vie de l'investissement. Dès lors qu'il est très difficile de savoir comment ces secteurs évolueront dans les cinq à sept prochaines années (la durée d'un investissement type en dette privée), ils ne nous semblent pas particulièrement recommandables. Les secteurs plus défensifs et plus stables nous semblent en revanche mieux positionnés pour relever les défis actuels.

### Et après ?

Les effets à long terme de l'épidémie et du ralentissement économique qui en découle sont impossibles à quantifier, et le pire n'est peut-être pas encore derrière nous. Toutefois, en ce qui concerne la dette privée, la volatilité peut aussi avoir des effets positifs, en particulier à long terme. La classe d'actifs a connu ces dernières années une concurrence accrue, un manque de transparence et un certain glissement de style, et la crise permettra vraisemblablement de mettre en lumière les stratégies conçues pour s'inscrire dans la durée. Dans cet environnement volatil, gérants et investisseurs placent plus que jamais l'accent sur l'expérience et la gestion des risques.

Une normalisation des flux de transaction et de la dynamique d'offre/demande concourra selon nous à rendre l'environnement plus favorable qu'avant l'éclatement de la crise. Nous attendons en particulier des valorisations plus intéressantes, un levier globalement moins élevé et de meilleures protections structurelles—qui créeront un terrain particulièrement propice au déploiement de capitaux, avec à la clé de solides performances corrigées des risques pour les investisseurs.

Les gérants qui auront su rester concentrés sur le cœur même du middle market—évitant, grâce à une approche disciplinée, de se livrer à une chasse aux rendements au prix d'un levier plus élevé ou de covenants plus souples—seront selon nous les mieux placés pour résister aux chocs immédiats et exploiter cette opportunité à long terme.



## 33–73

### Erwartete Rendite Rendement attendu

Stiftungsräte/Conseils de fondation  
Diese Artikel richten sich speziell an  
Führungsgorgane von Vorsorgeeinrichtungen

- 36** Die erwartete Nettoanlagerendite  
Nutzen und Relevanz  
*Graziano Lusenti, Ilir Roko*
- 38** Ansätze zur Bestimmung  
der erwarteten Rendite  
*Philipp Weber*
- 43** Renditeprognosen für ausgewählte  
Anlagekategorien auf fünf Jahre
- 47** Vergessen Sie das Fernrohr!  
*Kommentar von Marco Bagutti*
- 51** Mit Schwankungen umgehen  
*Christian Wicki*
- 58** Tücken und Fallstricke in der Praxis  
*Oliver Dichter, Lukas Riesen*
- 62** Die Krux mit der erwarteten Rendite  
*Lukas Gisler, Martin Roth*
- 70** Was der Pensionskassen-Experte  
zur erwarteten Rendite zu sagen hat  
*Patrick Spuhler*
- 34** Le taux de rendement net attendu  
des placements  
dans quelle mesure est-il utile et pertinent?  
*Graziano Lusenti, Ilir Roko*
- 41** Méthodes de détermination  
du rendement attendu  
*Philipp Weber*
- 45** Prévisions de rendement pour certaines  
catégories d'actifs sur cinq ans
- 49** Oubliez le télescope!  
*Commentaire de Marco Bagutti*
- 53** Comment gérer les fluctuations  
*Christian Wicki*
- 60** Embûches et pièges dans la pratique  
*Oliver Dichter, Lukas Riesen*
- 66** La question du rendement attendu  
*Lukas Gisler, Martin Roth*
- 72** Ce que l'expert en caisses de pensions a  
à dire sur le rendement attendu  
*Patrick Spuhler*

 [vps.epas.ch](https://vps.epas.ch)

Auf unserer Website lesen Sie eine  
Zwischenbilanz zum ersten Halbjahr 2020  
für Pensionskassen.

Sur notre site web, vous pouvez lire  
un bilan intermédiaire de la première moitié  
de l'année 2020 pour les caisses de  
pensions.

Folgende Personen haben die Redaktion bei der Erarbeitung des Konzepts für den Akzentteil  
dieser Ausgabe unterstützt. Für ihr Engagement bedanken wir uns herzlich.

*Les personnes suivantes ont participé à l'élaboration conceptuelle de la partie thématique du  
présent numéro. La rédaction les remercie très cordialement de leur engagement.*

**Marco Bagutti (Fachverantwortung), Markus Binder, Sven Ebeling, Graziano Lusenti,  
Lukas Riesen, Jürg Schiller, Alvin Schwendener, Beat Zaugg**

Le taux de rendement net attendu des placements

# Dans quelle mesure est-il utile et pertinent?

Chaque institution de prévoyance utilise un taux de rendement net de ses placements.

On trouvera donc dans cet article des réflexions de base sur la manière dont cet indicateur est calculé, la façon dont il est mis en œuvre dans la pratique et les motifs pour lesquels il devrait être manié avec prudence.

La raison d'être d'une institution de prévoyance consiste à couvrir ses assurés contre différents risques, dans le cadre d'un système de capitalisation. Cette activité est nécessairement fondée sur des incertitudes. Cela s'applique tout particulièrement à la valeur – clé du taux de rendement des placements.

## Qu'est-ce que c'est le taux de rendement net attendu des placements?

Cet indicateur synthétique correspond au rendement annuel moyen attendu des placements (espérance de rendement) sur une période donnée (de plusieurs années). Techniquement, il équivaut à la moyenne des rendements attendus pour chaque classe d'actifs figurant dans l'allocation stratégique de l'institution de prévoyance, pondérée par le poids de ces classes.

Les poids, quant à eux, résultent d'une procédure d'optimisation des placements, réalisée sous différentes contraintes fixées par la LPP/OPP 2 ou l'institution elle-même, optimisation en principe déterminée au terme d'une étude ALM (congruence des actifs et des passifs).

Il s'agit ainsi d'une valeur moyenne, hypothétique, calculée dans une perspective de long terme, au-dessus ou au-dessous de laquelle vont se situer les performances effectivement réalisées par la fondation. Des écarts de performance plus ou moins prononcés pouvant être observés annuellement, c'est bien la valeur moyenne dans la durée qui importe.

## Taux technique, taux de rendement nécessaire, taux de rendement net attendu

Ces trois notions, quoique liées, doivent être distinguées. Le taux d'inté-

rêt technique est le taux d'escompte qui permet de calculer les capitaux de prévoyance des bénéficiaires de rentes et les provisions techniques d'une institution de prévoyance (cf. DTA4, 2019, art. 1).

Le taux de rendement nécessaire est le rendement qui permettrait, théoriquement, à la Fondation de maintenir inchangé son taux de couverture, et ainsi de financer l'ensemble des prestations, actuarielles et autres, en particulier certaines réserves spécifiques (réserves pour changement des bases techniques, etc.).

Enfin, le taux de rendement net attendu correspond au rendement net attendu de l'allocation d'actifs dans le long terme; il est en principe supérieur (ou équivalent) au taux de rendement nécessaire, qui est lui-même supérieur au taux technique.

## Quelle est l'utilité de cet indicateur pour les institutions de prévoyance?

Il s'agit d'une valeur-cible, non prédictive, dont la popularité dans les milieux de la prévoyance professionnelle réside dans son caractère concis, simple et immédiat.

A cet égard, il y a lieu de souligner qu'il ne s'agit non pas d'une référence absolue, mais bien d'un ordre de grandeur, d'une valeur indicative, qu'il y a lieu d'utiliser avec doigté: elle doit permettre d'établir sur une base régulière, en principe sur plusieurs années, si les placements de l'institution se développent comme prévu et anticipé, ce qui peut aider les organes à prendre des mesures d'ajustement, sur le plan des placements (allocation) et/ou des engagements (prestations).

**Graziano Lusenti**  
PhD  
Lusenti Partners



**Ilij Roko**  
PhD  
Lusenti Partners



En effet, si, pendant plusieurs années, le taux de rendement nécessaire n'est pas atteint, la fondation ne sera pas en mesure de satisfaire ses objectifs de performance et elle mettra donc en péril son équilibre financier (mesuré par le taux de couverture).

En conséquence, dans la pratique de nombreux conseils de fondation interprètent cet indicateur non pas comme une valeur-cible (taux de rendement net attendu), mais bien plutôt comme une valeur-plancher (taux de rendement nécessaire).

#### **Rendement attendu des placements, taux technique et directive technique DTA 4**

Comme déjà indiqué, la détermination du rendement net attendu des placements dépend étroitement des autres paramètres actuariels et financiers de l'institution de prévoyance. De plus, ce taux doit explicitement prendre en compte les dispositions de la nouvelle directive DTA 4 2019 de la Chambre suisse des experts en caisses de pensions, qui limite désormais le taux technique maximal qu'une institution de prévoyance peut utiliser pour le calcul de ses engagements.

#### **Phrases-clés**

Le taux de rendement net attendu des placements est un indicateur et un outil simple et pertinent à disposition du conseil de fondation pour piloter à moyen et long terme les placements et l'équilibre financier de l'institution.

Il s'agit d'une valeur moyenne, hypothétique, sans valeur prédictive, autour de laquelle les performances effectives, réelles, peuvent varier considérablement d'une année à l'autre.

Ce taux doit être fixé en prenant en considération un horizon de temps relativement long (supérieur à cinq ans), ainsi qu'un cycle économique et financier complet, pour éviter d'éventuelles distorsions liées au moment du calcul.

Cet indicateur doit s'intégrer harmonieusement avec les autres taux de référence de l'institution (taux technique, taux de rendement nécessaire) et dans le cadre des travaux actuariels (bilan actuariel) et financiers (étude ALM) réalisés pour la fondation.

#### **Quel est l'horizon de temps approprié pour la détermination de cet indicateur?**

Il n'existe pas d'horizon optimal ou contraignant, mais dans la pratique on observe souvent une période comprise entre cinq ans – qui peut être considérée comme un minimum – et dix ans, voire plus. A notre sens, une question importante n'est pas tant la fixation – forcément arbitraire – d'un nombre d'années, mais plutôt la prise en compte d'un cycle économique et surtout financier complet, pour éviter des distorsions liées au timing de la détermination des attentes de performance et de volatilité.

Cela requiert toutefois de déterminer la longueur d'un tel cycle, qui n'est pas constant – cela est assez complexe et varie en fonction de plusieurs facteurs. Ces observations suggèrent qu'il vaut mieux adopter un horizon relativement long.

#### **Comment cet indicateur est-il calculé?**

Il est fondé sur la prise en compte des caractéristiques techniques (performance, volatilité, corrélations), futures et attendues, durant la période considérée (5, 8, 10 ans), des différentes classes d'actifs dans lesquelles l'institution de prévoyance décide d'investir; ces dernières sont en principe fondées sur l'utilisation de benchmarks représentatifs pour les différentes classes d'actifs; il y a lieu de souligner que lesdites valeurs attendues peuvent varier de manière assez prononcée, en fonction des méthodes ou indices utilisés.<sup>1</sup>

Ensuite, l'allocation des classes d'actifs est optimisée selon les besoins de la fondation, sa capacité à supporter les risques et en intégrant différentes contraintes, légales (LPP/OPP 2) ou spécifiques à l'institution (exclusion de certains types d'actifs, prise en compte de critères ESG, etc.). En Suisse, ces contraintes sont d'ailleurs très prononcées dans le cas des caisses de pensions – ce qui explique pourquoi les allocations des différentes institutions ne se différencient pas de manière très marquée.

#### **Prise en compte des coûts de gestion et du financement de réserves spécifiques**

Parmi les facteurs spécifiques auxquels il faut être attentif dans le cadre du calcul et de l'utilisation du taux de rendement

net attendu (ou du taux de rendement nécessaire), il y a en premier lieu les coûts. Quelle que soit la manière dont on procède sur le plan technique, il y a lieu de s'assurer que tous les postes de coûts liés à la gestion des placements soient pris en compte.

Cette observation vaut également lorsque la constitution de certaines réserves dédiées (pour fluctuations de valeurs, pour changement de la table actuarielle, etc.) est financée par le rendement de la fortune. Dans ce cas, les besoins en rendement s'en trouvent augmentés, ainsi que le rendement attendu (ou nécessaire) de l'allocation des actifs optimisée afin de satisfaire ces besoins.

#### **Quelle utilisation en période de crise et de baisse des marchés ?**

Cette question est d'actualité, puisque les marchés financiers ont connu depuis 2018 des mouvements de forte amplitude, tant à la baisse qu'à la hausse. A notre sens, si le rendement net attendu des placements a été établi récemment de manière scrupuleuse et prudente, il ne devrait pas être nécessaire de le modifier de manière marquée suite aux mouvements observés depuis mars 2020.<sup>2</sup> En effet, à l'heure actuelle nous n'observons pas d'arguments suffisants permettant d'anticiper des changements structurels majeurs de l'économie mondiale ou des marchés financiers dans leur globalité. **I**

<sup>1</sup> Voir article Weber, page 41.

<sup>2</sup> Voir article Wicki, page 53.

Die erwartete Nettoanlagerendite

# Nutzen und Relevanz

Jede Pensionskasse arbeitet mit einer Nettoanlagerendite. Der nachfolgende Artikel enthält acht grundlegende Überlegungen zur Berechnung dieses Indikators, seiner praktischen Umsetzung und den Gründen, weshalb er mit Vorsicht anzuwenden ist.

Eine Pensionskasse hat zum Zweck, ihre Versicherten im Kapitalisierungsverfahren gegen verschiedene Risiken abzusichern. Ungewissheiten sind dabei unvermeidlich, insbesondere was den Schlüsselwert der Nettoanlagerendite anbelangt.

## Was ist die erwartete Nettorendite von Anlagen?

Dieser synthetische Indikator entspricht der durchschnittlich erwarteten Jahresrendite von Anlagen (Renditerwartung) über einen bestimmten Zeitraum (von mehreren Jahren). Technisch gesehen handelt es sich um den Durchschnitt der erwarteten Erträge für jede in der strategischen Allokation der Pensionskasse enthaltene Anlagekategorie, entsprechend der Gewichtung der einzelnen Kategorien.

Die Gewichtung ergibt sich ihrerseits aus einer Anlageoptimierung, die grundsätzlich auf der Basis einer ALM-Studie und unter Berücksichtigung der verschiedenen BVG-/BVV-2-Vorgaben, sowie der kasseneigenen Einschränkungen erfolgt.

Es handelt sich also um einen hypothetischen und auf lange Sicht berechneten Mittelwert, über oder unter dem die tatsächliche Performance der Vorsorgeeinrichtung zu liegen kommt. Da jährlich mehr oder weniger ausgeprägte Performanceabweichungen beobachtet werden, ist eben der auf die Dauer ermittelte Mittelwert von Bedeutung.

## Technischer Zinssatz, Sollrendite, erwartete Nettorendite

Diese drei Begriffe sind zwar miteinander verbunden, müssen aber dennoch separat betrachtet werden. Der technische Zins ist der Diskontsatz, mit dem

sich die Vorsorgekapitalien der Rentner und die technischen Rückstellungen einer Vorsorgeeinrichtung bestimmen lassen (siehe FRP 4, 2019, Art. 1).

Die Sollrendite ist die Rendite, die es der Vorsorgeeinrichtung theoretisch erlauben würde, ihren Deckungsgrad unverändert zu erhalten und gleichzeitig alle versicherungstechnischen und anderen Leistungen, insbesondere gewisse spezifische Reserven (beispielsweise für Änderungen der technischen Grundlagen) zu finanzieren.

Und schliesslich entspricht der erwartete Nettorenditesatz der langfristig aus der Anlagestrategie erwarteten Nettorendite, die im Prinzip höher ist als die Sollrendite (oder gleichwertig); letztere ihrerseits ist höher als der technische Zinssatz.

## Inwiefern ist dieser Indikator für die Vorsorgeeinrichtungen von Nutzen?

Es handelt sich um einen nicht prädiktiven Zielwert, der seine Beliebtheit bei Vorsorgefachleuten seiner prägnanten, einfachen und unmittelbaren Aussagekraft verdankt.

In diesem Zusammenhang gilt es zu betonen, dass es sich nicht um das Mass aller Dinge, sondern bloss um eine Größenordnung handelt, einen Richtwert. Er ist mit Vorsicht anzuwenden und versteht sich bloss als Hilfestellung für die Führungsorgane, um in regelmässigen Abständen und grundsätzlich über mehrere Jahre hinweg zu ermitteln, ob sich die Anlagen der Vorsorgeeinrichtung plan- und erwartungsgemäss entwickeln, damit bei Bedarf die Allokation und/oder die Verpflichtungen (Leistungen) angepasst werden können.

Denn würde die Sollrendite über mehrere Jahre nicht erreicht, so hätte die

Vorsorgeeinrichtung ihre Performanceziele verfehlt und ihr finanzielles Gleichgewicht wäre gefährdet (was sich im Deckungsgrad widerspiegelt).

Demzufolge betrachten viele Stiftungsräte die erwartete Nettorendite in der Praxis nicht als Zielwert sondern als einen unteren Grenzwert (Sollrendite).

### **Erwartete Anlagerendite, technischer Zinssatz und Fachrichtlinie FRP 4**

Wie bereits erwähnt, hängt die Bestimmung der erwarteten Nettoanlagerendite stark von den anderen versicherungsmathematischen und finanziellen Parametern der Pensionskasse ab. Zudem muss dieser Satz explizit die Vorgaben der neuen Fachrichtlinie FRP 4 beachten, in der die Schweizerische Kammer der Pensionskassen-Experten eine Obergrenze für den zur Berechnung der Verpflichtungen zu verwendenden technischen Zinssatz festgelegt hat.

### **Welches ist der geeignete Zeithorizont für die Bestimmung dieses Indikators?**

Es gibt keinen optimalen oder verbindlichen Zeithorizont, aber in der Praxis erfolgt die Bestimmung oft in Abständen von minimal fünf bis zehn

Jahren und mehr. Unseres Erachtens geht es dabei weniger um die – gezwungenermassen willkürliche – Festsetzung einer Anzahl von Jahren, als um die Berücksichtigung eines vollständigen Wirtschafts- und insbesondere Finanzzyklus, um durch das Timing der formulierten Performance- und Volatilitätsersparungen bedingte Verzerrungen zu vermeiden.

Hierzu muss jedoch die nicht konstante Länge eines solchen Zyklus festgelegt werden, was ziemlich komplex ist, da sie in Abhängigkeit von mehreren Faktoren variiert. Daraus lässt sich schliessen, dass es wohl besser ist, sich auf einen relativ langen Zeithorizont abzustützen.

### **Wie wird dieser Indikator berechnet?**

Berücksichtigt werden die künftigen, während dem betrachteten Zeitraum (beispielsweise 5 oder 10 Jahre) erwarteten technischen Merkmale (Performance, Volatilität, Korrelationen) der verschiedenen Anlagekategorien, in die die Pensionskasse zu investieren beschliesst. Diese ergeben sich im Prinzip aus der Verwendung von repräsentativen Benchmarks für die Anlagekategorien. Es gilt zu betonen, dass die antizipierten Werte, je nach den verwendeten Methoden, stark variieren können.<sup>1</sup>

Anschliessend wird die Allokation nach Anlagekategorien gemäss den Bedürfnissen der Vorsorgeeinrichtung, ihrer Risikofähigkeit und unter Berücksichtigung verschiedener gesetzlicher (BVG/BVV 2) oder kassenspezifischer Einschränkungen (beispielsweise Ausschluss bestimmter Anlagekategorien oder Berücksichtigung von ESG-Kriterien) optimiert. Schweizer Pensionskassen unterliegen in dieser Hinsicht sehr engen Vorgaben, was auch erklärt, dass sich die Allokation von Kasse zu Kasse nicht stark unterscheidet.

### **Berücksichtigung von Verwaltungskosten und Finanzierung von Reserven**

Zu den spezifischen Faktoren, die bei der Berechnung und Verwendung der erwarteten Nettorendite (oder Sollrendite) zu berücksichtigen sind, gehören in erster Linie die Kosten. Ungeachtet des technischen Vorgehens sollte man

immer sicherstellen, dass alle im Zusammenhang mit der Anlagenverwaltung entstehenden Kosten miteinbezogen werden.

Dies gilt auch dann, wenn die Bildung bestimmter zweckgebundener Rücklagen (Wertschwankungsreserve, Änderung der versicherungsmathematischen Tabellen) durch die Anlagerendite finanziert wird. In diesem Fall erhöhen sich die Renditeanforderungen ebenso wie die Erwartungen an die optimierte erwartete (oder notwendige) Rendite, um diese Bedürfnisse zu decken.

### **Welche Handhabung in Zeiten der Krise und des Marktabschwungs?**

Dies ist ein aktuelles Thema, da die Finanzmärkte seit 2018 starke Bewegungen sowohl nach oben als auch nach unten erfahren haben. Unseres Erachtens besteht keine Notwendigkeit, die erwartete Anlagerendite aufgrund der seit März 2020 beobachteten Bewegungen drastisch anzupassen, falls sie vor kurzem auf gewissenhafte und umsichtige Weise festgelegt wurde.<sup>2</sup> Tatsächlich sehen wir derzeit keine ausreichenden Anzeichen, die auf grössere strukturelle Veränderungen der Weltwirtschaft oder der Finanzmärkte im Allgemeinen schliessen lassen. |

**Graziano Lusenti**  
**Ilir Roko**

### **Schlüsselsätze**

Die erwartete Nettoanlagenrendite ist ein Indikator. Dank ihr verfügt der Stiftungsrat über ein einfaches und relevantes Instrument zur mittel- und langfristigen Steuerung der Anlagen und des finanziellen Gleichgewichts der Vorsorgeeinrichtung.

Es handelt sich um einen hypothetischen Durchschnittswert ohne prädiktive Aussagekraft. Die effektiv erzielten Jahresrenditen können stark von ihm abweichen.

Der Satz sollte unter Berücksichtigung eines relativ langen Zeithorizonts (mehr als fünf Jahre) sowie eines vollständigen Wirtschafts- und Finanzzyklus festgelegt werden, um mögliche, durch den Zeitpunkt der Berechnung bedingte Verzerrungen zu vermeiden.

Der Indikator muss sich harmonisch in die anderen von der Vorsorgeeinrichtung verwendeten Referenzsätze (technischer Zinssatz, Sollrendite) sowie in ihre versicherungstechnischen (technische Bilanz) und finanziellen (ALM-Studie) Betrachtungen einfügen.

<sup>1</sup> Siehe Artikel Weber, Seite 38.

<sup>2</sup> Siehe Artikel Wicki, Seite 51.

## Methodik

# Ansätze zur Bestimmung der erwarteten Rendite

Pensionskassen sind bei der Beurteilung der Finanzierbarkeit ihrer Leistungen auf Renditeerwartungen angewiesen. Die Renditeerwartungen sind das Ergebnis einer gewählten Methodik und verschiedener Annahmen, deren sich das Entscheidungsorgan bewusst sein sollte.

## IN KÜRZE

Im Wesentlichen lassen sich drei Modelltypen unterscheiden. In der Praxis werden Ergebnisse unterschiedlicher Typen häufig zu einer Konsensusannahme zusammengefasst.

Der Prognoseansatz ist ein wesentliches Element der Anlagephilosophie und reflektiert die Art und Weise, wie ein Investor seine Vermögensanlagen beurteilt. Aufgrund der grossen Bedeutung von Prognoseansätzen fordert das Gebot der Transparenz grundsätzlich deren Offenlegung. Doch welche verschiedenen Ansätze gibt es, um eine erwartete Rendite zu errechnen?

### Wichtige Modelltypen

Die meisten Prognoseansätze können einer der folgenden Modellfamilien zugeordnet werden:

#### Historische Ansätze

Ein wegen seiner Einfachheit und Nachvollziehbarkeit verbreiteter Ansatz besteht in der Verwendung historischer Renditemessungen als Erwartungswerte. Bei der Definition der Renditen kann zwischen zwei Ausprägungen unterschieden werden:

- Messung der historischen Gesamrendite in einem bestimmten, meist längerfristigen Zeitfenster;
- Bildung der Erwartung basierend auf einer historischen Risikoprämie (historische Überrendite über einem als risikofrei betrachteten Zinssatz) und einer aktuellen Messung des risikofreien Zinssatzes. Als risikofrei gilt meist die Rendite kurzfristiger Staatspapiere oder des Geldmarkts.

Der Nachteil historischer Ansätze besteht in der hohen Sensitivität der Renditeprognosen gegenüber dem arbiträr gewählten Start- und dem Endpunkt des Zeitfensters. Dies führt zu folgenden Problemen:

- Selbst geringfügige Verschiebungen des Zeitfensters können grosse, schwer begründbare Schwankungen der Erwartung zur Folge haben.
- Die Verschiebung des Endzeitpunkts kann zu einem prozyklischen Anlageverhalten führen.

Die Verwendung historischer Renditen als Erwartungswert ist vielfach nicht mit plausiblen Szenarioüberlegungen zu vereinbaren. Beispielsweise können sich langfristige historische Durchschnittsrenditen auf dem Schweizer Obligationenmarkt in der heutigen Ausgangslage nur dann wiederholen, wenn sich das Zinsniveau einige Prozentpunkte in den negativen Bereich verschiebt.

#### Mikro-/makroökonomische Modelle

Diese Modellfamilie ist vor allem in der akademischen Forschung beliebt und stützt sich auf teilweise umfangreiche Gleichungssysteme ab. Die Gleichungen werden aus ökonomischen Theorien abgeleitet und können sich auf das Verhalten von ökonomischen Akteuren (Mikromodelle) wie auch auf den Gesamtmarkt (Makromodelle) beziehen. Trotz starken Vereinfachungen leidet die Prognoseleistung oft an einer zu grossen Anzahl zu schätzender Modellparameter.

#### Fundamentalprognosen

Im Rahmen von Fundamentalprognosen werden Ertragspotenziale geschätzt und ins Verhältnis zum aktuellen Preisniveau gesetzt. Bei der Bildung von Bruttoprognosen wird dabei auf Ertragskennzahlen wie Couponzahlungen,



**Philipp Weber**  
CFA, Senior Consultant,  
Leiter Research, c-alm



Unternehmensgewinne oder Nettoertrag von Immobilien zurückgegriffen. Aus einer Nettosicht müssen zudem Erwartungen bezüglich Kreditverlusten oder verschiedener Kostenaggregate berücksichtigt werden.

Kritisch bei Fundamentalprognosen sind die Annahmen zum erwarteten Preisgefüge. Zur Bestimmung der zukünftigen Zinskurven, Wechselkurse oder Bewertungskennzahlen (beispielsweise der Kurs-Gewinn-Verhältnisse) werden dabei oft die folgenden ökonomischen und technischen Modelle hinzugezogen:

– Zinskurven: Erwartungswertthese, Mean Reversion (siehe unten);

– Wechselkurse: ungedeckte Zinsparität;  
– Kurs-Gewinn-Verhältnisse: Mean Reversion (erwartete Rückbewegung zu «normalen» Erfahrungswerten).

Eine Alternative zu diesen Modellen mit ihren direktionalen Preisprognosen stellt die Random-Walk-Annahme dar. Basierend auf der Random-Walk-Annahme werden konstante Preise unterstellt. Der Erwartungswert für Zinskurven, Wechselkurse oder Bewertungskennzahlen von Sachanlagen entspricht dabei dem aktuellen Wert. In vielen Fällen zeigt sich, dass solche Random-Walk-Prognosen geringere Prognosefehler verursachen als ökonomische und technische Modelle.

#### *Konsensusprognose*

Die verschiedenen Ansätze und Annahmen führen zu einer grossen Bandbreite von Erwartungswerten. Viele Investoren aggregieren daher die unterschiedlichen Prognosen verschiedener Analysten mit individuellen Modellen und Annahmen zu einer Konsensus-Renditeprognose. Bei einer solchen Aggregation ist darauf zu achten, dass einzelne Analysten die Konsensuswerte nicht zu stark beeinflussen können. Eine einfache Möglichkeit besteht darin, auf Quantilangaben (wie den Medianwert) und nicht auf Mittelwerte abzustellen.

Problematisch bei der Verwendung von Konsensusprognosen ist die Tatsa-

WERBUNG

PUBLICITÉ

## Liebe Mobiliar, was hat der Mammutbaum mit Asset Management für Pensionskassen zu tun?

Über 3000 Jahre alt, 2400 Tonnen schwer und locker 80 Meter hoch – die Masse des Riesenmammutbaums sind faszinierend. Zum Vergleich: Ein Blauwal wiegt 140 Tonnen. Aber nicht nur die Kennzahlen der grössten Pflanze der Welt sind spektakulär. Auch die Fortpflanzungsstrategie des Riesenbaums ist aussergewöhnlich. Damit sich die Samen von den Zapfen lösen können, brauchen sie Feuer. Und zwar mit so hohen Temperaturen, wie sie nur bei einem Waldbrand entstehen können. Wenn also um die am Boden liegenden Zapfen des Mammutbaums herum, alles zu Asche wird, dann ist das gleichzeitig die Geburtsstunde eines neuen Mammutbaums. Voraussetzung dafür ist jedoch eine klare Strategie, die auch in Krisenzeiten standhält. Wer darauf setzt, schnell zu wachsen und besonders schöne Blüten zu tragen, wird keine einzige Krise überleben. Nur wer vorbereitet ist und



schon immer auf Sicherheit und Langfristigkeit gesetzt hat, der wird auch Unerwartetes und böse Überraschungen besser verkraften. Wie die aktuelle Krise, die den Deckungsgrad vieler Pensionskassen negativ beeinflussen wird. Und genau dann gilt es, wie der Mammutbaum gestärkt aus solchen

Zeiten hervorzugehen. Darum setzen wir im Asset Management für Pensionskassen bei der Mobiliar schon sehr jeher auf unseren langfristigen und aktiven Qualitätsansatz. Immer nach dem Grundsatz: Sicherheit vor Rendite.

**Ganz gleich, welche Entwicklungen sich in der beruflichen Vorsorge abzeichnen: Bei uns sind Sie in besten Händen dank der Genossenschaft. Ihr Vermögen wird mit derselben Sorgfalt aktiv verwaltet, wie wir es auch seit Jahren für unsere Pensionskassen machen. [mobiliar.ch/bv](http://mobiliar.ch/bv)**

Was immer kommt – wir gestalten Ihre berufliche Vorsorge verantwortungsvoll.

**die Mobiliar**

che, dass die Resultate aufgrund der Vielfalt der zugrundeliegenden Modelle und Annahmen nur sehr schwer interpretierbar sind. Eine eigentliche Anlagephilosophie reflektiert dieser Prognoseansatz in den meisten Fällen nicht.

### Relevanz der Annahmen für die Schätzung

Prämissen und Annahmen reflektieren die Anlagephilosophie eines Investo-

rs. Das Bekenntnis zu einer Anlagephilosophie ist wiederum eine Voraussetzung für das Treffen von konsistenten Anlageentscheidungen und damit ein Gebot der treuhänderischen Sorgfaltspflicht von institutionellen Investoren. Die wichtigsten Prämissen und Annahmen für die verschiedenen Modelltypen sind in der Tabelle zusammengefasst.

Der Stiftungsrat einer Pensionskasse muss sich bewusst sein, dass Rendite-

erwartungen auf zahlreichen, meist umstrittenen Annahmen basieren. Entsprechend sollte er sich damit auseinandersetzen, wie diese Werte zustande kommen, und sich für einen Ansatz entscheiden, der zu seinen Anlageüberzeugungen passt. **!**

## Die unterschiedlichen Ansätze im Überblick

Ansatz	Prämissen / Annahmen
Historische Ansätze	<p>Prämissen:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Die zukünftigen Renditen lassen sich aus den vergangenen Renditen herleiten.</li> </ul> <p>Annahmen:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Start- und Endpunkt des Zeitfensters, Definition des risikofreien Zinssatzes.</li> </ul>
Mikro-/makro-ökonomische Modelle	<p>Prämissen:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Das verwendete ökonomische Modell stellt ein ausreichendes Abbild der Realität dar.</li> <li>– Modelle aus der theoretischen Forschung eignen sich für Prognosezwecke.</li> </ul> <p>Annahmen:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Ökonomische Modellparameter.</li> <li>– Ökonomische Standardannahmen: z. B. Arbitragefreiheit, Informationseffizienz, Rationalität, Verteilungsannahmen.</li> </ul>
Fundamentalprognosen	<p>Prämissen:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Ertragspotenziale sind messbar.</li> <li>– Sinnvolle Annahmen zur Entwicklung des Preisgefüges sind möglich.</li> </ul> <p>Annahmen:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Annahmen zur Veränderung des Preisgefüges (Random Walk, Mean Reversion, Zinsparität etc.).</li> <li>– Parametrisierung der Ertragsmessung.</li> </ul>
Konsensusprognosen	<p>Prämissen:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Aus einer Vielzahl von Meinungen lässt sich eine Konsensmeinung bilden.</li> <li>– Die explizite Festlegung eines Prognosemodells ist nicht notwendig.</li> </ul> <p>Annahmen:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Gewichtungsschema für Aggregation der verschiedenen Prognosen oder Definition des relevanten Quantils.</li> </ul>

### Intervalle und Szenarien

In den meisten Fällen geht der Prognostiker davon aus, dass sich die Zukunft nicht deterministisch vorhersagen lässt und dass es mehr als einen zukünftigen Zustand gibt, der mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit eintreffen könnte. Diesem Umstand kann wie folgt Rechnung getragen werden:

#### Angabe von Verteilungsparametern

Neben dem Erwartungswert werden zusätzlich die Volatilität, Quantile (Intervalle und Value-at-Risk-Kennzahlen) oder bedingte Erwartungswerte (Expected Shortfall) publiziert.

#### Publikation von Szenarien

Anstelle des Erwartungswerts und weiterer Verteilungsparameter publizieren viele Prognostiker Szenarien mit dazugehörigen Eintrittswahrscheinlichkeiten. Neben einem Basiszenario werden dabei meist mehrere alternative Szenarien beschrieben, die sich in Bezug auf bestimmte wesentliche Risikofaktoren unterscheiden.

Beide Vorgehensweisen helfen, die mit Prognosen einhergehende Unsicherheit auszudrücken oder Stresstests durchzuführen. Das Denken in Szenarien hat zusätzlich oft einen qualitativen Charakter. Zukünftige Zustände können dabei intuitiv hergeleitet werden. Mithilfe von Szenarien kann beispielsweise die Eintretenswahrscheinlichkeit von Extremwerten plausibilisiert werden («Black Swans»).

Kritisch gilt es anzumerken, dass die Berücksichtigung von Angaben zur Unsicherheit nicht dazu führen darf, dass auf eine klare anlagestrategische Positionierung verzichtet wird.

WERBUNG

PUBLICITÉ



# vps.epas-Labor

## Finanzielle Führung von Pensionskassen

Donnerstag, 24. September 2020, Zürich

Infos und  
Anmeldung unter  
[vps.epas.ch](https://vps.epas.ch)

## Méthodologie

# Méthodes de détermination du rendement attendu

Pour pouvoir juger si leurs prestations sont finançables, les caisses de pensions doivent savoir quel rendement elles peuvent attendre de leurs placements. Les attentes de rendement sont le résultat du choix d'une approche et d'hypothèses dont l'organe décisionnel doit avoir conscience.

### EN BREF

On peut distinguer trois grands types de modèles. Dans la pratique, les résultats de différents types sont souvent combinés pour aboutir à une hypothèse consensuelle.

L'approche prévisionnelle est un élément essentiel de toute philosophie de placement et reflète la manière dont un investisseur évalue ses placements. Parce que les approches prévisionnelles sont si importantes, elles doivent être divulguées par souci de transparence. Mais quelles sont les différentes approches pour établir un rendement attendu?

### Types de modèles importants

La plupart des approches prévisionnelles peuvent être attribuées à l'une des familles de modèles suivantes:

#### *Approches historiques*

Une approche qui est largement utilisée en raison de sa simplicité et de sa compréhensibilité consiste à utiliser les rendements historiques comme valeurs attendues. Deux options sont possibles pour définir ces rendements:

- on mesure le rendement total historique dans une fenêtre de temps déterminée, généralement assez longue, ou:
- on établit le rendement sur la base d'une prime de risque historique (sur-rendement historique au-dessus du taux d'intérêt considéré sans risque) et d'une mesure actuelle du taux d'intérêt sans risque. Le rendement à court terme des obligations d'Etat ou du marché monétaire est généralement considéré comme sans risque.

L'inconvénient des approches historiques réside dans la grande sensibilité des prévisions de rendement au point de départ et d'arrivée de la fenêtre de temps qui sont arbitrairement choisis. Il en résulte les problèmes suivants:

- Même de légers décalages dans la fenêtre de temps peuvent entraîner des

fluctuations des attentes importantes et difficiles à justifier.

- Le déplacement du point d'arrivée de la fenêtre de temps peut conduire à un comportement de placement procyclique.

L'utilisation des rendements historiques comme valeur attendue n'est souvent pas compatible avec des réflexions de plausibilité des scénarios. Par exemple, les rendements moyens historiques à long terme sur le marché obligataire suisse ne peuvent se répéter dans la situation actuelle que si le niveau des taux d'intérêt se déplace de quelques points de pourcentage en territoire négatif.

#### *Modèles micro-/macro-économiques*

Cette famille de modèles est particulièrement populaire dans la recherche académique et repose sur des systèmes d'équations parfois très complexes. Les équations sont dérivées de théories économiques et peuvent se référer au comportement des acteurs économiques (micro-modèles) ainsi qu'au marché global (macro-modèles). Malgré de fortes simplifications, la performance prévisionnelle souffre souvent du trop grand nombre de paramètres de modélisation à estimer.

#### *Prévisions fondamentales*

Dans le cadre de prévisions fondamentales, le potentiel de gains est estimé et mise en rapport avec le niveau actuel des prix. Pour l'établissement des prévisions brutes, on utilise des indicateurs de rendement tels que les paiements de coupons, les bénéfices des sociétés ou les revenus nets de l'immobilier. Dans une perspective de revenu net, il faut égale-

## Vue d'ensemble des différentes approches

Approche	Prémisses / hypothèses
Approches historiques	Prémisse: – Les rendements futurs peuvent être dérivés des rendements passés. Hypothèses: – Point de départ et d'arrivée de la fenêtre de temps, définition du taux d'intérêt sans risque.
Modèles micro-/macro-économiques	Prémisses: – Le modèle économique utilisé reflète suffisamment la réalité. – Les modèles issus de la recherche théorique conviennent à des fins prévisionnelles. Hypothèses: – Paramètres de modèles économiques. – Hypothèses économiques standard: p.ex. liberté d'arbitrage, efficacité de l'information, rationalité, hypothèses de distribution.
Prévisions fondamentales	Prémisses: – Les potentiels de rendement sont mesurables. – Des hypothèses raisonnables peuvent être posées sur l'évolution de la structure des prix. Hypothèses: – Hypothèses sur les changements de la structure des prix (marche aléatoire, retour à la moyenne, parité des taux d'intérêt, etc.). – Paramétrage de la mesure du rendement.
Prévisions consensuelles	Prémisses: – Une opinion consensuelle peut être formée à partir d'une multitude d'opinions. – La définition explicite d'un modèle de prévision n'est pas nécessaire. Hypothèse: – Schéma de pondération pour l'agrégation des différentes prévisions ou la définition du quantile pertinent.

ment tenir compte des pertes de crédit attendues ou de divers agrégats de coûts.

Les hypothèses concernant la structure des prix attendue sont essentielles pour les prévisions fondamentales. Les modèles économiques et techniques suivants sont souvent utilisés pour déterminer les courbes des taux d'intérêt, les taux de change ou les ratios de valorisation (par exemple, les rapports cours-bénéfice):

- Courbes des taux d'intérêt: hypothèse sur la valeur attendue, retour à la moyenne (voir ci-après);
- Cours de change: parité de taux d'intérêt non couverte;
- Ratios P/E: retour à la moyenne (retour attendu aux valeurs empiriques «normales»).

Une alternative à ces modèles avec leurs prévisions de prix à composante directionnelle est l'hypothèse de marche aléatoire. Se basant sur cette hypothèse de marche aléatoire, on suppose des prix constants. La valeur attendue pour les courbes des taux d'intérêt, les taux de change ou les ratios de valorisation d'im-

mobilisations corporelles correspond à la valeur actuelle. Dans de nombreux cas, il a été démontré que ces prévisions de marche aléatoire provoquaient moins d'erreurs de prévision que les modèles économiques et techniques.

### Prévision consensuelle

Les différentes approches et hypothèses conduisent à un large éventail de valeurs attendues. De nombreux investisseurs regroupent donc les prévisions disparates de divers analystes avec des modèles et hypothèses individuels pour former une prévision de rendement consensuelle. Lors d'une telle agrégation, il faut veiller à ce que les analystes individuels ne puissent pas avoir une trop forte influence sur les valeurs du consensus. Un moyen simple d'éviter une telle prépondérance consiste à utiliser des quantiles (comme la médiane) plutôt que des moyennes.

Le problème, quand on travaille avec des prévisions consensuelles, c'est que les résultats sont très difficiles à interpréter en raison de l'hétérogénéité des modèles et des hypothèses qui les sous-tendent.

## Intervalles et scénarios

Dans la plupart des cas, le prévisionniste part du principe que l'avenir ne peut être prédit de manière déterministe et qu'il existe plus d'une situation future qui pourrait se réaliser avec une certaine probabilité. Cette circonstance peut être prise en compte comme suit:

### Spécification des paramètres de distribution

En plus de la valeur attendue, la volatilité, les quantiles (intervalles et chiffres de la valeur à risque) ou l'espérance conditionnelle (déficit prévu) sont également publiés.

### Publication de scénarios

Au lieu de la valeur attendue et d'autres paramètres de distribution, de nombreux prévisionnistes publient des scénarios associés de probabilités d'occurrence. En plus d'un scénario de base, plusieurs scénarios alternatifs sont généralement décrits qui divergent sur certains facteurs de risque clés.

Ces deux approches permettent d'exprimer l'incertitude associée aux prévisions ou de réaliser des tests de résistance. En outre, la réflexion sous forme de scénarios revêt souvent un caractère qualitatif. Les situations futures peuvent être déduites intuitivement. Par exemple, des scénarios peuvent être utilisés pour vérifier la plausibilité de la probabilité de survenance de valeurs extrêmes («cygnes noirs»).

Une mise en garde critique: l'inclusion d'informations sur l'incertitude ne doit pas conduire à renoncer à un positionnement clair de la stratégie de placement.

Dans la plupart des cas, cette approche prévisionnelle ne reflète pas une véritable philosophie d'investissement.

## Pertinence des hypothèses pour l'estimation

Les prémisses et les hypothèses reflètent la philosophie d'investissement d'un investisseur. L'adhésion à une philosophie d'investissement est à son tour une condition préalable à la prise de décisions de placement cohérentes, et donc une exigence dans le cadre du devoir de diligence fiduciaire des investisseurs institutionnels. Les principales prémisses et hypothèses pour les différents types de modèles sont résumées dans le tableau.

Le conseil de fondation d'une caisse de pensions doit être conscient que les attentes de rendement sont basées sur de nombreuses hypothèses, pour la plupart controversées. En conséquence, il devrait réfléchir à la manière dont les valeurs sont obtenues et choisir une approche qui correspond à ses convictions en matière de placement. |

**Philipp Weber**

# Renditeprognosen für ausgewählte Anlagekategorien auf fünf Jahre

(per 30. April 2020)

## c-alm

Unsere Fundamentalprognosen basieren auf den folgenden Grundsätzen:

**Transparenz:** Ertrags- und Preisinformationen der einzelnen Positionen in einem definierten Universum bilden die Grundlage für unsere Fundamentalprognosen. Bei intransparenten Anlageklassen basieren die Prognosen auf Zuordnungen zu verwandten Anlageklassen oder auf historischen Zeitreihen.

**Value-Philosophie:** Anlagen, bei denen das aktuell messbare Ertragspotenzial im Verhältnis zum aktuellen Preis hoch ist, haben vergleichsweise hohe Prognosen.

**Random-Walk-Hypothese:** Wir prognostizieren im Rahmen der Fundamentalprognosen keine Veränderungen des Preisgefüges.

Bei der Erwartungsbildung folgen wir einem zweistufigen Prozess:

1. Schätzung der Brutto-Ertragskomponente (Zinsertrag bei Nominalwerten, Cashflow-Rendite bei Immobilien, Gewinne bei Aktien);
2. Abzüge für Kreditrisiken und andere erwartete Verluste, Renditeeffekte einer allfälligen Währungsabsicherung, Anlage- und Vermögensgrösse-spezifische Vermögensverwaltungskosten.

Kategorie	Benchmark	Prognose
Geldmarkt CHF	FTSE 3 Monate	-0.66%
Obligationen CHF	SBI AAA-BBB	0.07%
Obligationen FW	FTSE WorldBig	1.06%
Aktien CH	SPI	5.00%
Aktien Welt (Industrieländer)	MSCI World	6.18%
Immobilien CH (kотиert)	SXI RE Fund	2.69%
Immobilien Welt (kottiert)	FTSE EPRA NAREIT	5.82%
Private Equity	LPX 50	5.84%
Pictet 25 Plus		1.62%
Pictet 40 Plus		2.43%

Bei den Prognosen der aufgelisteten einzelnen Anlagekategorien wurden keine Währungsabsicherungskosten in Abzug gebracht. Bei den Prognosen der Pictet-Benchmark-Portfolios wurden entsprechend der Benchmarkdefinition von Pictet Währungsabsicherungskosten berücksichtigt.

## PPCmetrics

Die erwartete Rendite wird für jede Anlageklasse als Kombination aus risikolosem Zinssatz und der für diese Anlageklasse erwarteten Risikoprämie geschätzt. Der verwendete risikolose Zinssatz bezieht sich auf die aktuelle Rendite von Schweizer Bundesobligationen, deren Fristigkeit dem Horizont der Anlagestrategie entspricht (hier fünf Jahre per 30. April 2020). Die Risikoprämien werden auf Basis von historischen Zeitreihen und aktuellen Marktdaten hergeleitet. Es wird sichergestellt, dass die Risikoprämie das fundamentale ökonomische Risiko der jeweiligen Anlageklasse widerspiegelt und dass das Verhältnis der Risikoprämien zwischen den Anlageklassen konsistent ist mit dem Verhältnis der ökonomischen Risiken.

Kategorie	Benchmark	Prognose
Geldmarkt CHF	FTSE Eurodeposit 3 Monate	-0.65%
Obligationen CHF	SBI AAA-BBB	0.05%
Obligationen FW	Bloomberg Barclays Capital Global Aggregate	0.25%
Aktien CH	SPI	3.55%
Aktien Welt (Industrieländer)	MSCI World ex CH (NR)	3.55%
Immobilien CH (kottiert)	SX RE Fund	1.50%
Immobilien Welt (kottiert)	FTSE EPRA NAREIT Developed	3.10%
Private Equity*	LPX 50	6.35%
Pictet 25 Plus		1.34%
Pictet 40 Plus		1.99%

Basis: Aktueller risikoloser Zins fünf Jahre per 30. April 2020 (-0.65%);  
\* Netto Fund-of-Fonds-Gebühren.

## Ortec Finance

Zur Unterstützung von Anlageentscheidungen erstellt Ortec Finance realistische und aktuelle Szenarien, die antizipieren, wie sich die Zukunft entwickeln könnte. Wir verfolgen einen daten- und modellgestützten Ansatz, den wir mit sogenannten Views und Expertenmeinungen ergänzen. Wir erstellen Tausende von konsistenten Szenarien über verschiedene Volkswirtschaften, Anlageklassen und Zeiträume. Diese Szenarien beinhalten Nicht-Normalverteilungen, zeitabhängige Volatilitäten, Tail-Korrelationen, Zyklizität etc. Die Risiko-/Renditeprognosen berücksichtigen monatlich die neusten Wirtschafts- und Finanzmarktbedingungen. Höhepunkte unseres Ausblicks vom April 2020 sind:

- globale Rezession, gefolgt von einer unsicheren u-förmigen Erholungsphase;
- erhöhte Finanzmarktvolatilität und Rückschlagsrisiko (CVaR) in den nächsten zwei Jahren.

Ortec Finance publiziert zu allen Anlagekategorien jeweils auch Schätzungen zur Volatilität und zum genannten CVaR. So wird beispielsweise die Volatilität des Pictet 25 auf 7.25 Prozent geschätzt.

Kategorie	Benchmark	Prognose
Geldmarkt CHF	Libor CHF 3 Monate	-0.62%
Obligationen CHF*	SBI AAA-BBB	0.07%
Obligationen FW*	Bloomberg BarCap Multiverse (hedged CHF)	0.57%
Aktien CH	SPI	7.32%
Aktien Welt (Industrieländer)	MSCI World	6.45%
Immobilien CH (kottiert)	SXI RE Fund	2.83%
Immobilien Welt (kottiert)	DJ Real Estate Securities	6.95%
Private Equity	Cambridge Associates LLC (Venture Capital und Buyout in EUR und USD)	8.05%
Pictet 25 Plus		2.72%
Pictet 40 Plus		3.92%

\* inkl. Unternehmensanleihen.

Bei allen Annahmen handelt es sich um Bruttorenditeannahmen.

# GESTION ACTIVE ET MANDATS BALANCÉS FACE À LA CRISE

Dans l'univers maritime, on dit que l'on reconnaît le bon capitaine par temps mauvais. C'est lui qui parvient à traverser la houle sans avarie majeure et à ramener au port son équipage sain et sauf. La crise boursière provoquée par la crise du Covid s'apparente à une tempête, voire un ouragan tant elle fut soudaine et violente. Certaines sociétés se sont retrouvées au bord du naufrage. Cette situation inédite a également rappelé qu'en période de difficultés la gestion active mettait à profit ses nombreux avantages, alors que la gestion passive ou indicielle, si populaire, suivait sans réelle possibilité de réaction la tendance globale sur les marchés, un peu comme une esquin sans maîtrise du gouvernail.



Pierre Pinel,  
Chief Investment Officer,  
Mirabaud  
Asset Management

## GÉRER ACTIVEMENT LE RISQUE DES MARCHÉS DURANT LES PÉRIODES DIFFICILES

Au premier trimestre 2020, le rallye boursier de dix ans qui a débuté après la grande crise financière a brutalement pris fin. Toujours à son plus haut niveau historique en février, le marché boursier mondial a perdu plus de 30%, marquant la plus forte baisse de cours en seulement un mois. En peu de temps, l'humeur auparavant positive des investisseurs s'est transformée en une véritable panique, dans laquelle, en plus des investissements à risque, des investissements en valeurs refuge tels que les obligations d'État et l'or ont été vendus. Le manque d'acheteurs dans cette phase a provoqué une crise de liquidité, ce qui a incité les banques centrales à réaliser de gigantesques programmes d'achat. Ce genre de période illustre bien les avantages d'une allocation d'actifs flexible, où il était possible de gérer le risque activement au niveau des portefeuilles, au lieu de subir la forte volatilité des marchés et des benchmarks comme le font les gestions passives.

## GÉRER ACTIVEMENT LE RISQUE DES ACTIONS DURANT LES PÉRIODES DIFFICILES

Un autre point faible des fonds passifs ou indiciels est une allocation significative et systématique des actifs aux grandes capitalisations boursières, quitte à faire l'impasse sur des sources de rendement additionnelles. Face à des indices biaisés envers les larges capitalisations boursières opérants dans des secteurs établis, les fonds indiciels se voient privés d'un large potentiel de rendement. En effet, les petites et moyennes capitalisations appartenant aux secteurs en croissance présentent des opportunités de rendement intéressantes. Toutefois, les fonds indiciels négligent par construction les fondamentaux, et donc le potentiel de croissance structurel de ces entreprises, en n'y allouant que peu de capital. Finalement, dans une dynamique de fin de cycle économique, il est judicieux de pouvoir garder la flexibilité dans l'allocation par secteurs d'activités et dans la sélection des titres pour faire face aux changements d'environnement économique.

## LA FINANCE DURABLE COMME ATOUT POUR LA SÉLECTION D'INSTRUMENTS DE MARCHÉ ET DE TITRES

On constate aujourd'hui que l'accès au capital est favorisé pour les sociétés qui font preuve d'un comportement durable. En effet, rien que de fin 2016 à fin 2018, une croissance supérieure à 7700 milliards de dollars, soit une hausse de 34%, des avoirs gérés de façon durable a été observée dans le monde. Cet intérêt, venant aussi bien des investisseurs institutionnels que des investisseurs privés, est principalement en faveur des gérants de portefeuilles actifs. Ceci car les gestions passives ne peuvent, le cas échéant, aborder les thématiques durables qu'en surface. Le gérant actif lui, peut non seulement appliquer les filtres d'exclusion et de sélection

best-in-class à son univers d'investissement, mais il peut, de par son portefeuille souvent concentré, les crédibiliser en faisant recours à la relation et au dialogue privilégié qu'il est en mesure d'établir avec le management des sociétés dans lesquelles il investit. Le gérant actif est ainsi en mesure de proposer un portefeuille d'investissement véritablement durable, dont les constituants bénéficient du vent en poupe créé par la thématique de la finance durable.

## LA GESTION ACTIVE OFFRE DE MEILLEURES OPPORTUNITÉS DE RENDEMENTS

A l'inverse des gérants passifs, qui par nature sont contraints de suivre les tendances des marchés reflétées dans l'évolution des capitalisations par marchés et par sociétés, les gérants d'actifs de mandats et fonds balancés sont eux à même de se focaliser de manière dynamique et proactive sur les opportunités de rendements que présentent les marchés arrivant à un point d'inflexion. La finance durable joue un rôle de catalyseur puisque c'est une thématique en pleine expansion, dans laquelle les gérants actifs ont une expertise que les gestions indicielles ne peuvent pas égaler. Les gérants actifs sont ainsi capables de séparer le bon grain de l'ivraie et in fine de générer un rendement supérieur par la sélection de classes d'actifs, de marchés et de titres à des moments opportuns et sur des critères de qualité, en tenant compte des changements d'environnement. Pour l'avenir, dans un monde de faible croissance et de plus forte volatilité, il sera d'autant plus important d'être capable d'ajuster rapidement son allocation d'actifs dans les portefeuilles, au lieu de subir la volatilité et les baisses des benchmarks dans les périodes difficiles.

## Prévisions de rendement pour certaines catégories d'actifs sur cinq ans

(au 30 avril 2020)

### c-alm

Nos prévisions fondamentales sont basées sur les principes suivants:

**Transparence:** les informations sur les bénéficiaires et les prix des positions individuelles dans un univers défini constituent la base de nos prévisions fondamentales. Pour les classes d'actifs non transparentes, les prévisions sont basées sur celles de classes d'actifs apparentées auxquelles nous les affectons ou sur des séries chronologiques historiques.

**Philosophie de la valeur:** les investissements pour lesquels le potentiel de rendement actuellement mesurable est élevé par rapport au prix actuel ont des prévisions comparativement élevées.

**Hypothèse de marche aléatoire:** nous ne prévoyons pas de changements dans la structure des prix dans le cadre des prévisions fondamentales.

Nous suivons un processus en deux étapes dans la formation des attentes:

- 1) estimation de la composante du revenu brut (revenus d'intérêts dans le cas des valeurs nominales, rendement des flux de trésorerie dans le cas des biens immobiliers, gains dans le cas des actions);
- 2) déductions pour les risques de crédit et autres pertes attendues, effet sur le rendement d'une éventuelle couverture des risques de change, coûts de placement et de gestion des actifs spécifiques à la taille de la fortune.

Catégorie	Benchmark	Pronostic
Marché monétaire CHF	FTSE 3 mois	-0.66%
Obligations en CHF	SBI AAA-BBB	0.07%
Obligations en ME	FTSE WorldBig	1.06%
Actions CH	SPI	5.00%
Actions mondiales (pays développés)	MSCI World	6.18%
Immobilier CH (coté)	SXI RE Fund	2.69%
Immobilier mondial (coté)	FTSE EPRA NAREIT	5.82%
Private Equity	LPX 50	5.84%
Pictet 25 Plus		1.62%
Pictet 40 Plus		2.43%

Aucun coût de couverture des risques de change n'a été déduit des prévisions pour les différentes catégories d'investissement énumérées. Les coûts de couverture des risques de change ont été pris en compte dans les prévisions des portefeuilles de référence de Pictet conformément à la définition du benchmark par Pictet.

### PPCmetrics

Le rendement est estimé pour chaque classe d'actifs en combinant le taux d'intérêt sans risque et la prime de risque attendue pour cette classe d'actifs. Le taux d'intérêt sans risque utilisé est basé sur le rendement actuel des obligations de la Confédération suisse dont l'échéance correspond à l'horizon de la stratégie d'investissement (en l'occurrence cinq ans à compter du 30 avril 2020). Les primes de risque sont calculées sur la base de séries chronologiques historiques et de données actuelles du marché. Il est garanti que la prime de risque reflète le risque économique fondamental de la classe d'actifs respective et que le rapport des primes de risque entre les classes d'actifs est cohérent avec le rapport des risques économiques.

Catégorie	Benchmark	Pronostic
Marché monétaire CHF	FTSE Eurodeposit 3 mois	-0.65%
Obligations en CHF	SBI AAA-BBB	0.05%
Obligations en ME	Bloomberg Barclays Capital Global Aggregate	0.25%
Actions CH	SPI	3.55%
Actions mondiales (pays développés)	MSCI World ex CH (NR)	3.55%
Immobilier CH (coté)	SX RE Fund	1.50%
Immobilier mondial (coté)	FTSE EPRA NAREIT Developed	3.10%
Private Equity*	LPX 50	6.35%
Pictet 25 Plus		1.34%
Pictet 40 Plus		1.99%

Base: taux d'intérêt sans risque actuel pour cinq ans à partir du 30 avril 2020 (-0.65%);  
\* frais nets de fonds de fonds.

### Ortec Finance

Pour étayer les décisions d'investissement, Ortec Finance crée des scénarios réalistes et actualisés qui anticipent la façon dont l'avenir pourrait se développer. Nous suivons une approche fondée sur des données et des modèles que nous complétons par des «avis et opinions d'experts». Nous créons des milliers de scénarios cohérents dans différentes économies, catégories d'actifs et périodes. Ces scénarios comprennent des distributions non normales, des volatilités dépendantes du temps, des corrélations de queue, la cyclicité, etc. Les prévisions de risque/rendement tiennent compte des dernières conditions économiques et des marchés financiers sur une base mensuelle. Les points forts de nos perspectives d'avril 2020 sont les suivants:

- une récession mondiale, suivie d'une reprise incertaine en forme de U;
- une volatilité accrue des marchés financiers et un risque de revers (CVaR) dans les deux prochaines années.

Ortec Finance publie des estimations de la volatilité et de la CVaR pour toutes les classes d'actifs. Par exemple, la volatilité du Pictet 25 est estimée à 7.25%.

Catégorie	Benchmark	Pronostic
Marché monétaire CHF	Libor CHF 3 mois	-0.62%
Obligations en CHF*	SBI AAA-BBB	0.07%
Obligations en ME*	Bloomberg BarCap Multiverse (hedged CHF)	0.57%
Actions CH	SPI	7.32%
Actions mondiales (pays développés)	MSCI World	6.45%
Immobilier CH (coté)	SXI RE Fund	2.83%
Immobilier mondial (coté)	DJ Real Estate Securities	6.95%
Private Equity	Cambridge Associates LLC (Venture Capital et Buyout en EUR et USD)	8.05%
Pictet 25 Plus		2.72%
Pictet 40 Plus		3.92%

\* y compris obligations d'entreprises.  
Toutes les hypothèses sont des hypothèses de rendement brut.

# AKTIVE VERMÖGENSVERWALTUNG UND AUSGEWOGENE PORTFOLIOS IN KRISENZEITEN

In stürmischer See zeigt sich das Können des Kapitäns. Es gilt, den Wogen zu trotzen und die Besatzung sicher in den Hafen zurückzubringen. Die durch den Corona-Ausbruch ausgelöste Börsenkrise trat so unvermittelt und heftig auf wie ein Sturm, wenn nicht sogar wie ein Orkan. Einige Unternehmen gerieten dabei an den Rand des Schiffbruchs. In dieser beispiellosen Situation bot die aktive Vermögensverwaltung wie so oft in schwierigen Zeiten eine Reihe von Vorteilen, während die beliebte passive (beziehungsweise indexbasierte) Vermögensverwaltung ins Kielwasser globaler Markttrends geriet und den Kurs nicht mehr selbst bestimmen konnte.



Pierre Pinel,  
Chief Investment Officer,  
Mirabaud  
Asset Management

## DAS MARKTRISIKO IN SCHWIERIGEN ZEITEN AKTIV STEuern

Im ersten Quartal 2020 fand die Rallye an den Aktienmärkten, die im Anschluss an die Weltfinanzkrise begonnen hatte, nach zehn Jahren ein abruptes Ende. Der globale Aktienmarkt, im Februar noch auf einem Allzeithoch, verlor mehr als 30 Prozent und verzeichnete damit den grössten Einbruch binnen eines Monats. In kürzester Zeit kippte die zuvor positive Anlegerstimmung in eine regelrechte Panik, in der neben risikoreichen Anlagen auch sichere Anlagen wie Staatsanleihen und Gold abgestossen wurden. Das ausbleibende Kaufinteresse bewirkte eine Liquiditätskrise, die wiederum die Zentralbanken dazu veranlasste, gigantische Ankaufprogramme aufzulegen. In dieser Phase zeigten sich die Vorteile einer flexiblen Vermögensallokation, bei der das Risiko aktiv auf Portfolioebene gesteuert werden kann, anstatt wie bei der passiven Vermögensverwaltung hoher Markt- und Benchmarkvolatilität ausgesetzt zu sein.

## DAS AKTIENRISIKO IN SCHWIERIGEN ZEITEN AKTIV STEuern

Eine weitere Schwäche von passiven beziehungsweise Indexfonds ist eine erhebliche, systematische Konzentration auf Blue Chips, wodurch zusätzliche Renditequellen aussen vor bleiben. Da die Indizes zu stark auf Grossunternehmen in etablierten Branchen ausgerichtet sind, bringen sich Indexfonds selbst um ein grosses Renditepotenzial. Aktien mit kleiner und mittlerer Marktkapitalisierung in Wachstumssektoren bieten eindeutig attraktive Renditechancen. Allerdings vernachlässigen Indexfonds konstruktionsbedingt die Fundamentaldaten und damit das strukturelle Wachstumspotenzial dieser Unternehmen, weil sie ihnen nur wenig Kapital bereitstellen. In der am Ende von Konjunkturzyklen herrschenden Dynamik ist es sinnvoll, bei Sektorallokation und Aktienausswahl flexibel zu bleiben, um auf ein verändertes wirtschaftliches Umfeld reagieren zu können.

## NACHHALTIGES INVESTIEREN ALS TRUMPF BEI DER AUSWAHL VON MARKTINSTRUMENTEN UND WERTPAPIEREN

Es lässt sich feststellen, dass nachhaltig wirtschaftende Unternehmen einen leichteren Zugang zu Kapital erhalten. Allein von Ende 2016 bis Ende 2018 konnte weltweit ein Wachstum der nachhaltig verwalteten Vermögen um mehr als 7700 Mrd. US-Dollar, das heisst um 34 Prozent, beobachtet werden. Dieses Interesse, das sowohl von institutionellen wie auch von privaten Anlegern ausgeht, kommt vor allem aktiven Portfoliomanagern zugute. Dies liegt daran, dass eine passive Vermögensverwaltung Nachhaltigkeitsthemen nur oberflächlich berücksichtigen kann. Aktive Verwalter hingegen können ihr Anlageuniversum nicht nur mithilfe von

Ausschluss- und Auswahlfiltern auf Best-in-Class-Basis gestalten, sondern diesen Ansätzen dank oftmals konzentrierten Portfolios Glaubwürdigkeit verleihen und dazu auch die privilegierten Beziehungen und Dialogformen mit den jeweiligen Unternehmensführungen nutzen. Aktive Vermögensverwalter sind somit in der Lage, wirklich nachhaltige Anlageportfolios anzubieten, deren Bausteine von der durch das Nachhaltigkeitsthema geschaffenen Dynamik profitieren.

## AKTIVE VERMÖGENSVERWALTUNG BIETET BESSERE RENDITECHANCEN

Im Gegensatz zu einer passiven Vermögensverwaltung, die den Markttrends im Hinblick auf Markt- und Unternehmenskapitalisierungen folgen muss, können aktive Vermögensverwalter von ausgewogenen Portfolios und Fonds sich dynamisch und proaktiv auf die Renditechancen konzentrieren, die sich an Märkten bieten, die einen Wendepunkt erreicht haben. Nachhaltiges Investieren spielt dabei die Rolle eines Katalysators, weil aktive Manager bei diesem rasch an Bedeutung gewinnenden Thema über ein Know-how verfügen, das eine indexgebundene Verwaltung nicht annähernd nachbilden kann. Aktive Vermögensverwalter sind in der Lage, die Spreu vom Weizen zu trennen und durch die Auswahl von Anlageklassen, Märkten und Wertpapieren zum richtigen Zeitpunkt und nach Qualitätskriterien unter Berücksichtigung von Veränderungen im Umfeld überdurchschnittliche Renditen zu erzielen. In einer Welt mit geringem Wachstum und höherer Volatilität wird es in Zukunft umso wichtiger sein, die Vermögensallokation in den Portfolios rasch anpassen zu können, um in Krisenzeiten nicht von Volatilität und Einbrüchen der Benchmarks gesteuert zu sein.



**Marco Bagutti**, Leiter Kapitalanlagen, Stiftung Auffangeinrichtung BVG

## Vergessen Sie das Fernrohr!

«An der Festlegung der Renditeerwartung auf den Kapitalanlagen Ihrer Pensionskasse werden Sie sich noch die Zähne ausbeissen!» Die Eintrittswahrscheinlichkeit dieser Prognose ist sehr hoch. Spätestens seit der Erhebung von FRP<sup>4</sup> zum Mindeststandard für Vorsorgeeinrichtungen durch die Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK BV) ist die erwartete Rendite auf der Anlagestrategie zur Schlüsselzahl gekrönt worden. Sie bestimmt über die Höhe der künftigen Renten und der zu leistenden Spar- oder gar Sanierungsbeiträge.

Viel geringer ist dagegen die Eintrittswahrscheinlichkeit der Renditeprognosen auf Seite 43. Drei der renommiertesten Schweizer Pensionskassen-Beratungsunternehmen, die zusammen weit mehr als die Hälfte aller hiesigen Vorsorgeeinrichtungen zu ihren Kunden zählen, geben ihre Renditeerwartungen für einzelne Anlagekategorien und ganze Pensionskassenvermögen (Pictet-Indizes) für die nächsten fünf Jahre ab. Die Erklärungen zur Herleitung der Prognosen erscheinen bei allen drei Beratern plausibel und durchdacht. Keinem kann ein offensichtlicher Fehler nachgewiesen werden. Es ist folglich eher eine Glaubens- denn eine Fachfrage, ob man die eine oder andere Methodik zur Prognose für geeigneter hält. Selbstverständlich hält jeder Berater seine eigene Methodik für die richtige und zerpfückt diejenige der Konkurrenz. Dies lässt Stiftungsräte oft verzweifeln: «Wenn sich teuer bezahlte Fachspezialisten streiten, wem soll man glauben?» Die Verwirrung ist perfekt, wenn der Pensionskassenexperte zusätzlich seine eigene, nochmals abweichende Schätzung kundtut.

Auf den ersten Blick mögen die Differenzen in den drei Tabellen nicht sehr gross erscheinen. Naturgemäss unterscheiden sich die Renditeprognosen für festverzinsliche Anlagen in Schweizer Franken viel weniger als die für Aktien und alternative Anlagen. Für die meisten Schweizer Pensionskassen fällt jedoch die unterschiedliche Prognose für inländische indirekte Immobilienanlagen ins Gewicht (langfristig unterscheidet sich die Performance von indirekten gegenüber direkten Immobilienanlagen höchstens durch unterschiedliche Kosten). Gemäss Bundesamt für Statistik halten Schweizer Pensionskassen im Durchschnitt 20 Prozent Immobilienanlagen im eigenen Land,



*«In Anlehnung an das Titelbild dieses Hefts ist ein Stiftungsrat gut beraten, wenn er mit dem Fernrohr nicht zu stark auf einzelne Sternkonstellationen fokussiert oder gar ein neues Fernrohr kauft. Ein Blick in den Sternenhimmel mit blossen Augen genügt, um zu erkennen, ob sich das Sternbild des technischen Zinses eher auf das Sternbild der erwarteten Rendite zubewegt oder sich von ihm entfernt.»*

deutlich mehr als die 7.5 Prozent im Pictet-25-Plus-Index. Aufgrund der durchschnittlichen Anlageaufteilung gemäss Pensionskassenstatistik und der in den Tabellen gezeigten Prognosen für die Anlagekategorien, ergeben sich gemäss c-alm erwartete Portfoliorenditen von rund 2.6 Prozent, gemäss PPCmetrics 1.5 Prozent und gemäss Ortec Finance 2.9 Prozent. In Umwandlungssätze und harte Rentenfranken umgerechnet sind die Unterschiede zwischen den Prognosen wie auch gegenüber den prognostizierten Werten für den Pictet 25 massiv.

Erachtet man die Renditeerwartung des eigenen Vermögensberaters als zu tief oder zu hoch, hilft das Einholen einer Zweit- oder gar Drittmeinung, wie es Patrick Spuhler in seinem Artikel vorschlägt (Seite 70), per se noch nicht. Mit welcher Begründung soll sich ein Stiftungsrat für die eine oder andere Methodik zur Zukunftsprognose entscheiden, wenn jede für sich plausibel und durchdacht ist?

In Anlehnung an das Titelbild dieses Hefts ist ein Stiftungsrat gut beraten, wenn er mit dem Fernrohr nicht zu stark auf einzelne Sternkonstellationen fokussiert oder gar ein neues Fernrohr kauft. Ein Blick in den Sternenhimmel mit blossen Augen genügt, um zu erkennen, ob sich

das Sternbild des technischen Zinses eher auf das Sternbild der erwarteten Rendite zubewegt oder sich von ihm entfernt. Es gilt, ob der Milliarden Sterne und der noch zahlreicheren unterschiedlichen Horoskope das Universum nicht aus den Augen zu verlieren. ■

## Webinaire

# «Les fonds de pension doivent-ils changer leur façon de penser?»

Mercredi 19 août 2020, 15h30 – 16h30

vps.epas.ch

Webinaire  
sans frais



### Modérateur: Serge Ledermann, Spécialiste financier

Serge Ledermann est fondateur et administrateur de 1959 Advisors SA, société de conseil stratégique dans les métiers de gestion d'actifs et consultant en investissements où il exerce ses mandats auprès de familles, fondations et caisses de pensions. Au bénéfice d'une expérience bancaire de plus de trente cinq ans, dans les activités de gestion d'actifs privés et institutionnels, il a occupé divers postes à responsabilités dans des institutions financières.

### Michelle De Piante, Directeur, Neuberger Berman

Avant que Michelle De Piante a rejoint Neuberger Berman Private Equity en 2018, elle a géré des fonds dédiés aux Investissements Alternatifs. Son parcours inclue: la recherche pour Agora Capital Management, gérante de portefeuille chez Banque Syz, et Head of Hedge Funds chez Freemont (fka Tetral). Elle a travaillé chez VI Partners, Zurich avant d'arriver chez Neuberger Berman.

### Luc Froehlich, Global Head of Investment Directing, Fixed Income, Fidelity International

Luc Froehlich a rejoint Fidelity International en 2016. Auparavant, il a été Portfolio Manager et Head of Fixed Income chez Manulife Asset Management à Singapour. En Asie, il a géré des fonds d'obligations multidevises panasiatiques pour le compte de clients privés et d'investisseurs institutionnels, notamment des banques centrales et des caisses de pensions.

### Graziano Lusenti, Fondateur et Managing Partner, Lusenti Partners

Graziano Lusenti possède plus de 30 ans d'expérience dans la prévoyance professionnelle et la gestion d'actifs, notamment dans le conseil aux investisseurs institutionnels, la recherche et les sondages en matière d'investissement. M. Lusenti, qui conseille un vaste éventail d'investisseurs institutionnels et professionnels, travaille en partenariat avec de nombreux conseils de fondation et commissions de placement.

### Alexander von Allmen, Responsable du Service placements, Retraites Populaires

Alexander von Allmen est à la tête d'une équipe de dix personnes avec près de CHF 18 milliards d'actifs sous gestion. Il est membre des comités d'allocation et d'investissement. Auparavant, M. von Allmen travaillait pour Retraites Populaires en tant que responsable des investissements alternatifs, gestionnaire de portefeuille et analyste.



#### Sponsors principaux



#### Partenaires Know-how

#### Co-sponsors



#### Renseignements

vps.epas, Sabina Gisler, +41 (0)41 317 07 21  
sg@vps.epas.ch, vps.epas.ch

#### Inscription sur:

www.symposium-2.ch - Webcast/Webinaire

**Marco Bagutti**, Responsable Placements financiers,  
Fondation Institution supplétive LPP

## Oubliez le télescope!

«Vous allez vous casser les dents à essayer de déterminer le rendement attendu des placements de votre caisse des pensions!» Il est fort probable que cette prévision se réalise. Au plus tard depuis que la Commission de haute surveillance de la prévoyance professionnelle (CHS PP) a désigné la DTA 4 comme standard minimal, le rendement attendu de la stratégie de placement a pris le statut d'un chiffre clé. C'est lui qui déterminera le montant des rentes futures, ainsi que des cotisations d'épargne, ou même des contributions d'assainissement à verser.

En revanche, il est beaucoup moins probable que les pronostics de rendement de la page 45 se réalisent. Trois des sociétés de conseil expertes en caisses de pensions les plus renommées de Suisse dont la clientèle représente ensemble plus de la moitié des institutions de prévoyance suisses, révèlent leurs prévisions de rendement pour des classes d'actifs individuelles et des portefeuilles entiers de caisses pensions (indices Pictet) pour les cinq prochaines années. Les hypothèses ayant conduit à ces prévisions semblent plausibles et mûrement réfléchies pour les trois consultants. Aucun des trois ne semble avoir commis une erreur manifeste. La préférence pour l'une au l'autre méthode de pronostic utilisée relève donc d'une conviction idéologique plutôt que de l'expertise. Bien entendu, chaque consultant estime que sa méthode est la bonne et démantèle celle de ses concurrents. Ce qui laisse souvent les conseils de fondation perplexes: «Lorsque des spécialistes généreusement rémunérés se contredisent, qui faut-il croire?» Et la confusion est totale lorsque l'expert en caisses de pensions fournit en plus sa propre estimation qui est encore différente.

A première vue, les divergences entre les trois tableaux ne paraissent pas énormes. Naturellement, les prévisions de rendement des placements à revenu fixe en francs suisses diffèrent beaucoup moins que celles portant sur les actions et les placements alternatifs. Pour la plupart des caisses de pensions suisses, cependant, les prévisions disparates au sujet des investissements immobiliers indirects domestiques sont significatives (à long terme, c'est tout au plus en termes de coûts que la performance des placements immobiliers indirects se distingue de celle des placements directs). Selon l'Office fédéral de la statistique, les caisses de pensions suisses détiennent en moyenne 20% de placements immobiliers dans leur propre pays, ce qui est nette-

ment plus que les 7.5% de l'indice Pictet 25 Plus. Sur la base de la répartition moyenne des actifs indiquée par la statistique des caisses de pensions et les prévisions émises pour les classes d'actifs dans les tableaux, les rendements attendus du portefeuille selon c-alm sont d'environ 2.6%, selon PPCmetrics 1.5% et selon Ortec Finance 2.9%. Exprimés en taux de conversion et en francs de rente les écarts entre les prévisions et les valeurs pour l'indice Pictet 25 sont énormes.

Si l'on juge trop faibles ou trop élevées les attentes de rendement de son propre conseiller en placement, un deuxième, voire un troisième avis, comme le suggère Patrick Spuhler dans son article (page 73), n'est pas une solution en soi. Sur quelles bases un conseil de fondation devrait-il se prononcer en faveur de l'une au l'autre méthode de prévision de l'avenir si chacune paraît plausible et mûrement réfléchie?

Par analogie avec la photo de couverture du présent numéro, un conseil de fondation serait bien avisé de ne pas seulement fixer son télescope sur des constellations d'étoiles isolées, ou même acheter un nouveau télescope. Il suffit de scruter le ciel étoilé à l'œil nu pour voir si la constellation de l'intérêt technique a plutôt tendance à se rapprocher ou à s'éloigner de celle du rendement attendu. Face à des milliards d'étoiles et des horoscopes pour le moins aussi nombreux et différents, il importe de ne pas perdre de vue l'univers dans son ensemble. ■

---

*«Par analogie avec la photo de couverture du présent numéro, un conseil de fondation serait bien avisé de ne pas seulement fixer son télescope sur des constellations d'étoiles isolées, ou même acheter un nouveau télescope. Il suffit de scruter le ciel étoilé à l'œil nu pour voir si la constellation de l'intérêt technique a plutôt tendance à se rapprocher ou à s'éloigner de celle du rendement attendu.»*

---

## Webcast

# 20 Jahre Schweizer Pensionskassenstudie

Mittwoch, 19. August 2020

13.00 – 14.15 Uhr



Swisscanto  
Vorsorge AG

Kostenloser  
Webcast

Im Rahmen des 20-jährigen Jubiläums der Pensionskassenstudie bereiten wir die Ergebnisse der aktuellsten Umfrage bei Schweizer Pensionskassen für Sie auf. Sie erfasst wichtige Daten zu Struktur, Leistung, Kapitalanlagen sowie zum Deckungsgrad und zur Performance der Pensionskassen. Ziel ist, den beteiligten Institutionen Vergleichs-, Führungs- und Entscheidungsinstrumente zu bieten und den interessierten Kreisen aus dem Vorsorgewesen, der Politik und der Wissenschaft Grundlagen für eine fundierte Auseinandersetzung mit der beruflichen Vorsorge bereitzustellen. Die Präsentation der Studie beinhaltet zwei Fachreferate und eine Podiumsdiskussion mit Expertinnen und einem Experten aus den Bereichen Vorsorge, Wirtschaft und Politik.

### Programm

- 13.00 Uhr **Begrüssung**  
Stephanino Isele, Leiter Institutionals and Multinationals, Zürcher Kantonalbank
- 13.05 Uhr **Anlagentechnische Ergebnisse**  
Iwan Deplazes, Leiter Asset Management, Swisscanto Invest by Zürcher Kantonalbank
- 13.15 Uhr **Versicherungstechnische Ergebnisse**  
Heini Dändliker, Leiter Firmenkunden Schweiz, Zürcher Kantonalbank
- 13.25 Uhr **Virtuelle Fragerunde**
- 13.35 Uhr **Panel-Diskussion**  
Sarah Bünter, Präsidentin JCVP  
Christine Egerszegi, Präsidentin der BVG-Kommission und Altständlerin  
Anja Hochberg, Leiterin Multi Asset Solutions, Swisscanto Invest by Zürcher Kantonalbank  
Kate Kristovic, Pensionskassenexpertin SKPE, Libera  
Jean Pirrotta, Directeur, ASFIP, Genève  
Moderiert durch Martin Spieler, Wirtschaftsjournalist und Fernsehmoderator
- 14.00 Uhr **Virtuelle Fragerunde**
- 14.10 Uhr **Verabschiedung und Ende des Webcasts**

Der Webcast wird in Deutsch übertragen und gleichzeitig auf Französisch übersetzt.  
Die Aufzeichnung wird im Anschluss allen Teilnehmern zur Verfügung gestellt.

[www.symposium-2.ch - Webcast/Webinar](http://www.symposium-2.ch - Webcast/Webinar)

#### Hauptsponsoren



#### Know-how-Partner

#### Co-Sponsoren



#### Auskünfte

vps.epas, Sabina Gisler, +41 (0)41 317 07 21  
sg@vps.epas.ch, vps.epas.ch

#### Anmeldung

[www.swisscanto.com/pkstudie2020](http://www.swisscanto.com/pkstudie2020)



Schätzungen zu erwarteten Renditen in Krisenzeiten

# Mit Schwankungen umgehen

Renditeprognosen werden von den Anbietern in einer gewissen Regelmässigkeit überarbeitet. Pensionskassen überprüfen ihre Anlagestrategie in ähnlicher Weise. Wie weit können und müssen die aktuellen Marktverwerfungen in dieser Vorgehensweise berücksichtigt werden?

## IN KÜRZE

Von drei möglichen Vorgehensweisen empfiehlt sich der Mittelweg: keine hastigen Neuschätzungen vornehmen, aber die nötigen Adjustierungen auch nicht auf die lange Bank schieben.

Für die Herleitung der Renditeerwartungen stehen unserem Institut Spezialisten aus den Bereichen Economic Research und Portfoliomanagement sowie Analysten für sämtliche eingesetzten Anlagekategorien zur Verfügung. In einem umfassenden Prozess werden dabei die entsprechenden Kapitalmarktannahmen (Capital Market Assumptions) definiert und jährlich überarbeitet.

Dieser Prozess hat im dritten Quartal 2019 stattgefunden, damals noch ohne Hinweise auf die Coronakrise, in der wir uns mittlerweile befinden. Deshalb stellt sich die Frage, ob es sinnvoll ist, für die strategische Asset Allocation mit diesen Zahlen weiterzuarbeiten.

## Mögliche Antworten auf die Krise

Grundsätzlich gibt es drei Antworten auf diese Frage:

- Es werden rasch neue Renditeschätzungen hergeleitet.
- Die Adjustierung oder die Festlegung einer neuen Anlagestrategie wird auf später verschoben.
- Im Rahmen der festgelegten Periodizität für Asset-/Liability-Analysen wird mit dem bestehenden Set weitergearbeitet.



**Christian Wicki**  
CFA,

Leiter Strategieberatung,  
Credit Suisse (Schweiz) AG

Wenn wir diese Alternativen betrachten, hat jede ihre Vor- und Nachteile. Abhängig vom zeitlichen und personellen Aufwand ist es nicht immer möglich, innert kürzester Frist neue Renditeschätzungen zu erarbeiten, die den Qualitätsanforderungen genügen. Auch wären sie mitten in der Krise mit erheblichen Unsicherheiten behaftet. Ausserdem wird möglicherweise der aktuellen Situation über Gebühr Beachtung geschenkt. Gegen die zweite Möglichkeit spricht,

dass eine nötig gewordene Asset-/Liability-Analyse nicht aufgeschoben werden soll, da eine der Risikobereitschaft und -tragfähigkeit entsprechende Anlagestrategie unabdingbar ist. Ausserdem ist ein Aufschub oft gar nicht möglich, beispielsweise wegen grosser Veränderungen im Unternehmen wie Spin-offs oder Zusammenschlüssen. Deshalb steht die dritte Variante im Vordergrund, nämlich mit dem bestehenden Set zu arbeiten und dieses mit zusätzlichen Überlegungen zu ergänzen.

## Wie ist das bestehende Zahlenset anzupassen?

Eine solche Ergänzung kann zum Beispiel bedeuten, dass der Planungshorizont über die oftmals angewendeten fünf Jahre hinausgeht oder dass mit Szenarien gearbeitet wird. Wenn mittlerweile für das laufende Jahr mit einer tiefen Rezession gerechnet werden muss,<sup>1</sup> zeigt sich, dass noch vor kurzem niemand mit einer solchen Entwicklung gerechnet hat.

Ein wichtiger Renditetreiber im Anlageportfolio sind Aktien, die meistens auch einen grossen Teil des Risikos beisteuern. Allerdings ist es aus historischer Sicht nicht eindeutig, wie sich Aktienmärkte während und nach einer Rezession verhalten. Dies zeigt eine Untersuchung der letzten zwanzig Rezessionen in den USA, wo die längsten Datenreihen verfügbar sind. Die Resultate sind in der ersten Grafik dargestellt (Seite 52).

Der US-Aktienmarkt hat sich in den Rezessionen unterschiedlich verhalten.

<sup>1</sup> In der Schweiz könnte sie nach einer Schätzung des Staatssekretariats für Wirtschaft (Seco) vom 4. Mai 2020 bei einem Minus von 6.7 Prozent zu liegen kommen.

Neben den intuitiv erwarteten Verlusten gab es auch Phasen mit Kursgewinnen. Im Durchschnitt waren die Aktienmärkte in den USA nach gut einem Jahr wieder im Plus (der Abfall der Kurve danach ist auf Einzelfälle zurückzuführen, während das Gros der Einbrüche nach rund 18 Monaten als beendet betrachtet werden kann).

Ein Erklärungsversuch für die rasche Erholung ist, dass die Finanzmärkte zu den effizientesten Informationsverarbeitungssystemen gehören. Dies würde auch zur gegenwärtigen Situation passen, bei der die globalen Aktienmärkte seit Mitte März bereits einen Teil der früheren Verluste wieder wettgemacht haben. Das weist auch auf die Problematik hin, dass bei Ad-hoc-Anpassungen bei den Renditeerwartungen oder der Anlagestrategie dem Marktgeschehen möglicherweise hinterhergelaufen wird.

**Nützen längere Betrachtungsperioden?**

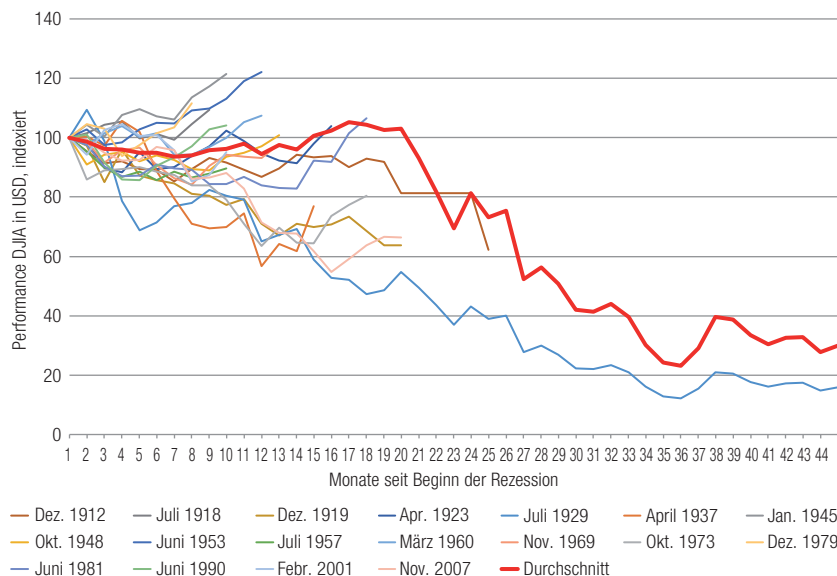
Es stellt sich die Frage, ob eine längere Betrachtungsperiode hilfreich ist. Eine bewährte Möglichkeit ist die Schätzung von Risikoprämien, also der Mehrrendite, die risikoreichere Anlagen gegenüber dem risikolosen Zinssatz langfristig erzielen können. In der Regel werden solche Risikoprämien für einen längeren Zeitraum als fünf Jahre geschätzt, damit ein ganzer Wirtschaftszyklus abgedeckt wird, also auch eine Phase mit schwachem Wirtschaftswachstum oder gar einer Rezession. Ausserdem nimmt bei zunehmendem Zeithorizont die Spanne zwischen der höchsten und der tiefsten erzielten Rendite ab (siehe zweite Grafik).<sup>2</sup>

In der historischen Analyse zeigt sich zudem, dass die erzielten Verluste bereits innerhalb weniger Jahre klar zurückgehen und beispielsweise bei einer Allokation von 6 Prozent Geldmarkt, 45 Prozent Schweizer Obligationen und 49 Prozent Schweizer Aktien von einem maximalen Verlust von -15.3 auf -4.1 Prozent nach fünf Jahren und -1.4 Prozent nach zehn Jahren zurückgehen.

Auch die Streuung (Standardabweichung) der erzielten Renditen sinkt

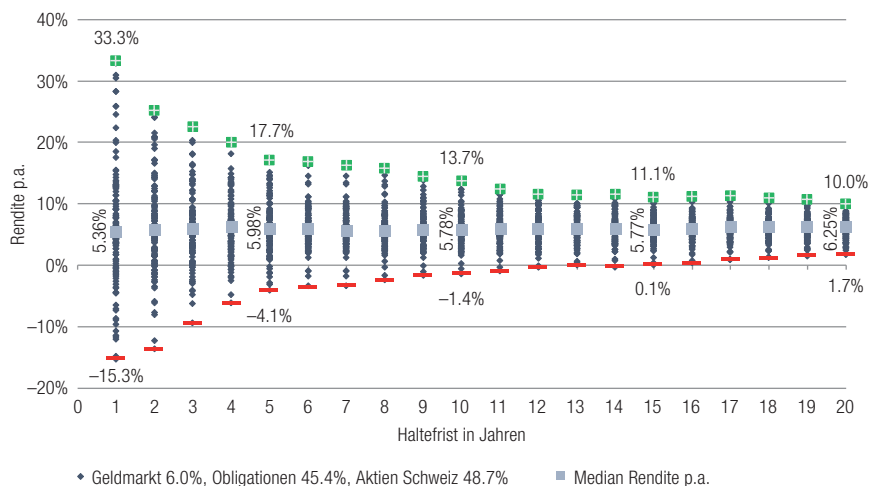
<sup>2</sup> Quelle: Credit Suisse Schweizer Pensionskassenindex per 31. März 2020, Immobilien wurden hälftig zu Obligationen CHF und zu Aktien Schweiz gezählt, alternative Anlagen zu Aktien Schweiz.

**Performance US-amerikanischer Aktien während zwanzig Rezessionen**



Rot: Durchschnitt aller Rezessionen gemäss Definition des National Bureau of Economic Research (NBER).

**Jährliche Renditen einer durchschnittlichen Pensionskasse seit 1900**



Portfolio gemäss Text, Zeitraum, 1900 bis 2016, es wurden sämtliche jährlichen Renditen für jede ein- bis zwanzigjährige Investitionsphase berechnet.

deutlich mit der Haltedauer. Beträgt sie bei einjähriger Frist noch stolze 9.9 Prozent p.a., sinkt sie auf 4.2 bei fünfjähriger und sogar auf 2.7 Prozent p.a. bei zehnjähriger Haltefrist.

**Gewisse Regeln bleiben**

Langfristige Investoren wie Vorsorgeeinrichtungen und Versicherungen sind deshalb gut beraten, ALM-Studien nicht aufzuschieben, sondern die dritte Variante zu wählen und neben den oft eingesetzten fünfjährigen Schätzungen auch langfristige Erwartungen basierend auf Risikoprämien herbeizuziehen.

Dies reduziert die Abhängigkeit von den ökonomischen Rahmenbedingungen und Marktzyklen. Langfristig werden systematische Finanzmarktrisiken mit höheren Renditen entschädigt. Diesen Zusammenhang wird auch das Coronavirus nicht ändern. |

Estimation des rendements attendus en temps de crise

# Comment gérer les fluctuations

Les fournisseurs de prévisions de rendement révisent leurs chiffres à intervalles réguliers. Les caisses de pensions procèdent de manière similaire avec leur stratégie de placement. Dans quelle mesure les distorsions actuelles du marché peuvent-elles et doivent-elles être intégrées dans ces démarches?

## EN BREF

Sur les trois démarches possibles, la voie recommandée est celle du milieu: ne pas procéder à des réévaluations précipitées, mais ne pas trop reporter non plus les ajustements nécessaires.

Pour calculer le rendement attendu, notre institut peut s'appuyer sur des spécialistes du domaine de la recherche économique et de la gestion de portefeuille, ainsi que sur les analystes de toutes les classes d'actifs utilisées. Dans le cadre d'un processus global, les hypothèses concernant le marché des capitaux sont alors définies et révisées chaque année.

Ce processus s'est déroulé au troisième trimestre de 2019. A l'époque, nous ignorions encore tout de la pandémie de Covid-19 qui sévit actuellement. La question se pose donc s'il est judicieux de continuer à travailler avec les chiffres d'avant le coronavirus pour l'allocation stratégique.

## Les réponses possibles à la crise

On peut essentiellement répondre de trois manières à cette question:

- en établissant rapidement une nouvelle estimation des rendements attendus;
- en reportant les ajustements ou la définition d'une nouvelle stratégie d'investissement à plus tard;
- en continuant de travailler avec le set de données existant pendant la durée de validité définie pour les analyses actif-passif.

Chacune de ces options présente des avantages et des inconvénients. Compte tenu du temps et du personnel que nécessitent de telles analyses, il n'est pas toujours possible de produire de nouvelles estimations de rendement répondant aux exigences de qualité dans un délai très court. En plus, nous sommes au cœur de la crise et les hypothèses retenues

seraient donc entachées de larges incertitudes. S'ajoute que la situation actuelle fait peut-être l'objet d'une attention exagérée. La seconde option n'en est pas une parce qu'il ne faut jamais reporter une analyse actif-passif lorsqu'elle est devenue nécessaire, étant donné qu'une stratégie de placement doit toujours refléter la capacité d'exposition et la propension au risque. De toute façon, il est souvent impossible de repousser une telle analyse en raison de changements majeurs dans l'entreprise tels que des spin-offs ou des fusions. La troisième option est donc celle qui doit primer, à savoir: travailler avec l'ensemble de données disponible et le compléter par des considérations supplémentaires.

## De quelle manière faut-il adapter le set de données existant?

Les nouvelles considérations que l'on intègre peuvent par exemple signifier que l'on étend l'horizon de planification au-delà des cinq ans traditionnellement retenus ou que l'on travaille avec des scénarios. Ainsi, il faut désormais s'attendre à une profonde récession,<sup>1</sup> une évolution qui aurait encore paru totalement improbable très récemment.

Les actions constituent une importante source de rendement dans le portefeuille des placements, et elles représentent généralement aussi une grande partie du risque. Toutefois, l'historique des actions ne permet pas de prédire de

<sup>1</sup> Selon une estimation du Secrétariat d'Etat à l'économie (Seco) du 4 mai 2020, la récession pourrait atteindre moins 6.7% en Suisse.

C'est précisément dans la  
situation actuelle  
qu'une stratégie claire avec  
des risques

calculables fait sens. Nos modèles  
pleinement  
assumés sont fondés

sur des données durables et à long terme,  
non pas sur des événements imminents.

Maintenant aussi  
à Lausanne.



manière infaillible quel sera leur comportement pendant et après une récession. C'est ce que révèle une analyse des vingt dernières récessions aux Etats-Unis où les séries de données les plus longues sont disponibles. Les résultats sont présentés dans le premier graphique.

Le marché boursier a affiché des comportements différents pendant les récessions. Outre les pertes intuitivement prévues, il y a eu des phases où les cours sont montés. En moyenne, les marchés boursiers américains avaient retrouvé des performances positives au bout d'un peu plus d'un an (les chutes de la courbe observées par la suite étaient le fait de cas individuels, tandis que dans l'ensemble, les effondrements avaient pris fin après environ 18 mois).

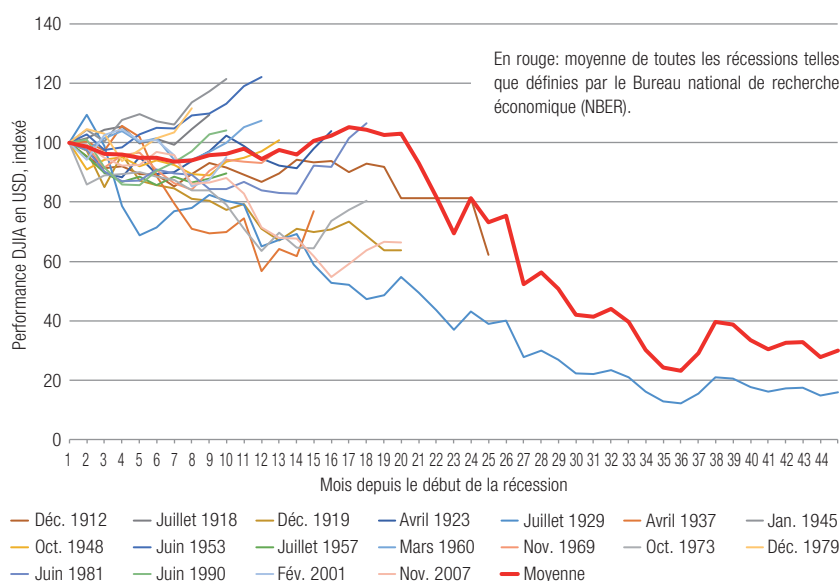
Une explication possible de cette résilience, c'est que les marchés financiers sont parmi les systèmes de traitement de l'information les plus efficaces. La situation actuelle, où les marchés boursiers mondiaux ont déjà récupéré une partie des pertes essayées depuis la mi-mars, étaye une fois de plus cette hypothèse. Et cela montre aussi qu'en procédant à des ajustements ad hoc des attentes de rendement ou de la stratégie de placement, on risque d'être en retard sur l'évolution des marchés.

### Des périodes d'observation plus longues sont-elles utiles?

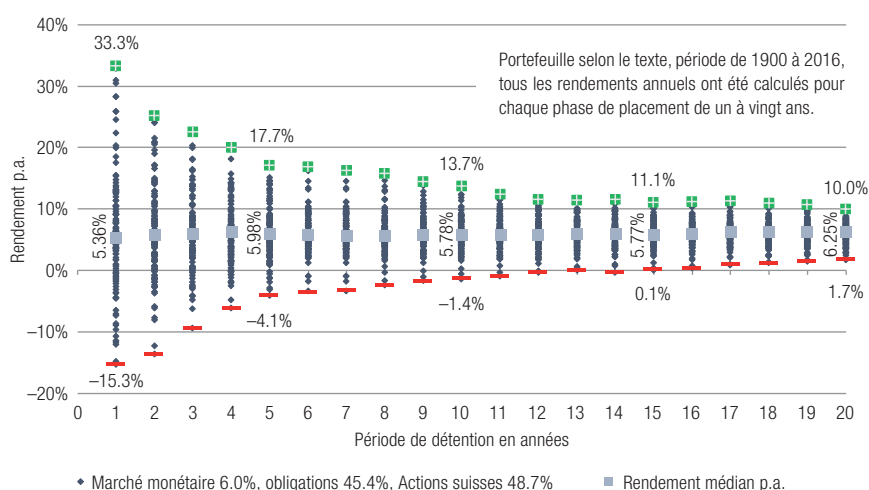
En saura-t-on plus en prolongeant la période d'observation? Une option éprouvée consiste à estimer les primes de risque, c'est-à-dire, le rendement supplémentaire dégagé par des placements à risque sur le long terme par rapport au taux d'intérêt sans risque. En règle générale, ces primes de risque sont estimées pour une période supérieure à cinq ans afin de couvrir un cycle économique complet, y compris une phase de ralentissement conjoncturel ou même de récession. En outre, à mesure que l'horizon temporel s'allonge, l'écart entre les rendements les plus élevés et les plus faibles diminue (voir le deuxième graphique).<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Source: indice des caisses de pensions suisses du Credit Suisse au 31 mars 2020, l'immobilier a été compté à parts égales comme obligations en CHF et actions suisses, les placements alternatifs comme actions suisses.

### Performance des actions américaines au cours de vingt récessions



### Rendements annuels d'une caisse de pensions depuis 1900



L'analyse historique révèle également que les pertes essayées reculent nettement au bout de seulement quelques années et que, par exemple, avec une allocation de 6% de marché monétaire, 45% d'obligations suisses et 49% d'actions suisses, la perte maximale se réduit de -15.3 à -4.1% en cinq ans et à -1.4% en dix ans.

La dispersion (écart-type) des rendements dégagés diminue également de manière significative avec la durée de la période de détention. Alors qu'elle atteint encore un impressionnant 9.9% p.a. pour une période de détention d'un an, elle tombe à 4.2% p.a. après cinq ans et même à 2.7% p.a. après dix ans de détention.

### Certaines règles ne changent pas

Les investisseurs avec un horizon de placement long tels que les caisses de pensions et les compagnies d'assurance sont donc bien avisés de ne pas reporter les études ALM, mais de choisir la troisième option, celle qui consiste à intégrer les attentes à long terme basées sur les primes de risque en plus des estimations classiques à cinq ans.

Leurs prévisions sont ainsi moins dépendantes des conditions économiques et des cycles du marché. A long terme, les risques systématiques des marchés financiers sont compensés par des rendements plus élevés. Le coronavirus ne changera rien à cette corrélation. |

**Christian Wicki**

# Webinar

## BVG-Reform I: Paneldiskussion

Donnerstag, 20. August 2020, 14.00 – 16.00 Uhr



### Moderator: Peter Schnider, Direktor vps.epas

Peter Schnider ist seit 2014 Direktor bei vps.epas. Schnider studierte Geschichte und Politologie an der Universität Zürich (Dr. phil. I) und ist Fachmann für Personalvorsorge mit eidg. Fachausweis. Er sammelte Erfahrungen bei Lokal- und Regionalzeitungen bevor er zur Redaktion von vps.epas stiess und diese während 18 Jahren leitete. Schnider ist auch im Vorstand des Vereins für unentgeltliche BVG-Auskünfte tätig.

### Kurt Gfeller, Vizedirektor Schweizerischer Gewerbeverband sgV, Ressortleiter Sozialpolitik

Der Ökonom Kurt Gfeller ist Vizedirektor des Schweizerischen Gewerbeverbands sgV. Er leitet das Ressort Sozialpolitik. Gfeller hält zudem folgende Mandate: Vizepräsident des Suva-Rats (früherer Verwaltungsrat Suva) und Mitglied des Ratsausschusses sowie der Finanzaufsichtskommission, Mitglied der Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK BV), Stiftungsrat der proparis Vorsorge Gewerbe Schweiz und Präsident des Anlageausschusses, Stiftungsrat der Ersatzkasse UVG.



### Hanspeter Konrad, Direktor ASIP

Hanspeter Konrad ist seit April 2004 Direktor des Schweizerischen Pensionskassenverbands (ASIP). Er war 15 Jahre verantwortlich für Vorsorge und Versicherungen im Sulzer Konzern. Heute ist er Berater und Stiftungsrat der Sulzer Vorsorgesysteme. Zudem ist er Stiftungsrat in weiteren Pensionskassen. Hanspeter Konrad ist Mitglied des Geschäftsleitenden Ausschusses des Sicherheitsfonds BVG.



### Gabriela Medici, Zentralsekretärin Sozialversicherungen, Schweizerischer Gewerkschaftsbund

Gabriela Medici ist seit Frühling 2018 Zentralsekretärin des SGB im Bereich Sozialversicherungen und dabei insbesondere für das Dossier Altersvorsorge verantwortlich. Sie studierte Rechtswissenschaften an den Universitäten Zürich, Genf und McGill (Montréal, Kanada). Medici ist Mitglied der BVG-Kommission und Stiftungsrätin der Auffangeinrichtung und des Sicherheitsfonds BVG, dessen Vizepräsidentin sie ist.



### Lukas Müller-Brunner, Ressortleiter Sozialpolitik und Sozialversicherungen, Arbeitgeberverband SAV

Lukas Müller-Brunner ist seit April beim Schweizerischen Arbeitgeberverband Leiter des Ressorts Sozialpolitik und Sozialversicherungen. Zuvor amtierte er als Assistenzprofessor für Management & Regulierung am Institut für Accounting, Controlling und Auditing an der Universität St. Gallen, wo er heute einen Lehrauftrag innehat. Daneben vertritt Müller-Brunner die Haltung der Arbeitgeber in der eidgenössischen AHV/IV- sowie der BVG-Kommission und in anderen Gremien.



**Auskünfte**  
vps.epas  
Sabina Gisler  
+41 (0)41 317 07 21  
sg@vps.epas.ch  
vps.epas.ch

**Anmeldung unter:**  
[www.symposium-2.ch](http://www.symposium-2.ch) - Webcast/Webinar

Veranstalter



vps.epas

Wissen vermitteln.  
Menschen vernetzen.

# BVG-Reform II: Ideenbörse

vps.epas.ch

Kostenloses  
 Webinar



## Yvonne Seiler Zimmermann, Professorin IFZ, Hochschule Luzern

«Damit die Vorteile des Kapitalmarkts für die Finanzierung der 2. Säule ökonomisch effizient genutzt werden können, bedarf es der Abschaffung kapitalmarktfremder Garantien, wie sie heute faktisch durch die BVG-Vorschriften versprochen werden. Dies erfordert die Bereitschaft zur Übernahme von Risiken sowohl durch Vorsorgeeinrichtungen wie auch durch Destinatäre und damit einer entsprechenden Risikokultur. Die Übernahme von Risiken verlangt Selbstverantwortung und ein Mitspracherecht bei der Anlagestrategie.»



## Fabian Thommen, CEO Dr. Martin Wechsler AG

«In Reformprozessen ist generell zu beobachten, dass sich die Vorschläge oft stark ähneln. Es braucht nicht noch mehr vom Gleichen. Die Fachwelt sollte dem Gesetzgeber Möglichkeiten aufzeigen, die den Fächer an Reformelementen weiter öffnet. Mit dem gleichstellenden Rentensplitting für Ehepaare anstelle einer Hinterbliebenenrente im Pensionsalter wird ein höherer Umwandlungssatz für alle erreicht.»



## Salomè Vogt, Leiterin Avenir Jeunesse

«Der Wunsch nach mehr Individualisierung ist bis in die Altersvorsorge vorgedrungen. Dementsprechend braucht es auch im BVG Lösungsvorschläge, die die Einzelbedürfnisse und unterschiedlichen Lebenssituationen von Menschen beachten. Eine einfache Anpassung des BVG wäre die schrittweise Senkung des Koordinationsabzugs über mehrere Jahre. Langfristig sind allerdings mutigere Lösungen wünschenswert.»

## Roland Trümpi, Geschichtenerzähler und Businessjoker

Als Erzähler reise ich oft in das Land der Geschichten. Ein guter Ort, um Lösungsansätze für die Reform der Altersvorsorge zu finden? Es war einmal ein Inspektor für Gewichte und Masse. Die Aussicht auf eine Tätigkeit mit täglich zunehmender Routine machte ihm Angst. Seine Motivation nahm stetig ab und er befürchtete, dass er deshalb seine Stelle verlieren könnte. Genau da meldete sich seine innere Stimme: «Gib Deine Arbeit auf!». Der Mann bricht auf und lässt sich von seiner inneren Stimme leiten. Auf seiner neu ausgerichteten Lebensreise achtet er weder auf das Alter noch auf die scheinbar vorgegebenen Strukturen. Als ehemaliger Beamter bezieht er eine kleine Rente und daneben realisiert er Projekte und verrichtet Arbeiten, die ihm Spass machen. Sein Leben ist individuell und selbstbestimmt. Er ist zufrieden und geniesst den erfüllenden Lebensabend in vollen Zügen. «Und wenn er nicht gestorben ist so lebt er noch heute ...!».



### Hauptsponsoren



### Know-how-Partner

### Co-Sponsoren



## Renditeerwartungen

# Tücken und Fallstricke in der Praxis

Bestehende Anlagestrategien, aber auch Leistungspläne werden gegenwärtig hinterfragt und mit möglichen Alternativen verglichen. Die Bildung von Renditeerwartungen ist für diese Abwägungen zentral. In der Praxis kann man dabei in Fallen tappen, die sich vermeiden lassen.

---

## IN KÜRZE

Renditeerwartungen sollten nicht die alleinige Grundlage einer Anlagestrategie bilden. Zudem gilt es, den Zeithorizont zu berücksichtigen sowie Kosten und Fremdwährungsrisiken zu beachten.

---

Die Vielfalt an ökonomischen Modellen zur Bildung von Renditeerwartungen ist gross.<sup>1</sup> Nahezu alle Modelle beinhalten jedoch als zentrale Elemente einer Renditeannahme das Zinsniveau und Risikoprämien. Das Zinsniveau beschreibt die nominal sichere Rendite einer Bundesobligation über einen bestimmten Zeithorizont. Die Risikoprämie bildet die zusätzlich erwartete Rendite für das Tragen von Anlagerisiken ab.

An den Finanzmärkten wird sprichwörtlich die Zukunft gehandelt und nicht die Vergangenheit. Die Finanzmärkte verarbeiten dabei neue Informationen über mögliche zukünftige Entwicklungen rasend schnell. Gerade der jüngste Markteinbruch in Zusammenhang mit der Corona-Pandemie und die anschliessende Markterholung haben uns dies eindrücklich vor Augen geführt.

### Bekannte und unbekannte Grössen werden vermischt

#### *Das Zinsniveau ist bekannt*

Da sich die Zukunftserwartungen laufend ändern, weisen die Renditeerwartungen eine hohe Unsicherheit auf. Ob all den Unsicherheiten geht manchmal jedoch vergessen, dass es bezüglich Renditeerwartung auch einige wenige bekannte Grössen gibt.

Die wohl wichtigste, objektiv bekannte Kennzahl ist die Verfallsrendite von sogenannten risikolosen Staatsanleihen («Bundesobligationen»), sprich das Zinsniveau. Die spezielle Eigenschaft von Bundesobligationen ist, dass deren Rendite über einen bestimmten Zeithorizont im Voraus bekannt ist. Diese Eigenschaft trifft auf keine andere Anlagekategorie im gleichen Ausmass zu.

Bei der Bildung von Renditeerwartungen macht es daher wenig Sinn, das Zinsniveau als objektiv bekannte Information nicht zu verwenden oder zu adjustieren. Die risikolose Anlage stellt somit für jeden Anlageentscheid die Nulllinie für die notwendige Kompensation des übernommenen Anlagerisikos dar.

#### *Risikoprämien sind unbekannt*

Das Abbilden von Erwartungen gehört zum Element der Risikoprämien. Im Gegensatz zum Zinsniveau ist die effektive Höhe von Risikoprämien im Voraus immer unbekannt. Zwar gibt es viele unterschiedliche Modelle zur Schätzung von Risikoprämien. Eines haben aber sämtliche Modelle gemeinsam: Die Ergebnisse sind immer nur Schätzungen der erwarteten Höhe der Risikoprämien.

Neben Annahmen zu erwarteten Aktien- und Immobilienrisikoprämien gibt es auch Risikoprämien für Obligationen. Besteht beispielsweise bei Obligationen das Risiko von Zahlungsausfällen infolge Kreditrisiken, dann ist deren Höhe im Voraus nicht exakt bestimmbar.

Eine strikte Trennung von bekannten Grössen und Annahmen erhöht die Transparenz bei der Darstellung von erwarteten Renditen und vereinfacht die Diskussion in den Entscheidungsgremien erheblich. Da sich naturgemäss die Erwartungen bezüglich Risikoprämien unterscheiden, können Szenario- und Sensitivitätsanalysen hilfreich sein. Eine Vermischung von bekannten Grössen und Annahmen verunmöglicht den effektiven Einsatz solcher wertvollen Instrumente.

#### Oliver Dichter

Dr. oec.,  
Managing Consultant,  
PPCmetrics



#### Lukas Riesen

CFA, Partner, PPCmetrics



<sup>1</sup> Siehe Artikel Weber Seite 38.

### **Kurzfristige Veränderungen überschätzen, langfristige unterschätzen**

Die erwarteten Renditen sind im Zeitablauf nicht stabil. Insbesondere Schwankungen des Zinsniveaus führen zu Veränderungen bei den erwarteten Renditen, aber auch des verfügbaren Vermögens. Kurzfristige, mit Schätzfehlern behaftete Veränderungen von Renditeerwartungen können zu kurzfristigen Massnahmen führen, bei einem sehr ungewissen zusätzlichen Nutzen.

Für die Festlegung des langfristigen Leistungsplans ist eine laufende kurzfristige Analyse der erwarteten Rendite daher wenig sinnvoll. Leistungspläne und auch die Beiträge zu deren Finanzierung sollten nur langfristig und schrittweise angepasst werden. Dies erhöht die Planungssicherheit für Versicherte und Arbeitgeber. Eine umfassende Diskussion der Renditeerwartungen erfolgt idealerweise im Rahmen einer periodischen ALM-Studie. Im Fokus steht dabei die lange Frist.

Mögliche Szenarien mit veränderten Zinsniveaus sollten immer unter Einbezug der Vermögenseffekte diskutiert werden. Eine typische Fragestellung in diesem Zusammenhang ist: Welche Wertveränderungen ergeben sich auf dem Weg zu einem höheren Zinsniveau, und welche Rendite würde innerhalb von zehn Jahren resultieren? Dieser Blick auf die lange Frist ermöglicht den Entscheidungsträgern, langfristige Effekte zu identifizieren.

### **Festlegung der Anlagestrategie nur basierend auf Renditeerwartungen**

Unbestrittenermassen sind Renditeerwartungen ein wesentlicher Faktor bei der Festlegung der Anlagestrategie – aber mitnichten der einzige. Der Gesetzgeber hat festgehalten, dass bei der Vermögensanlage die Sicherheit der Erfüllung der Vorsorgezwecke beachtet werden muss. Damit betont er den Risikoaspekt bei der Vermögensanlage.

Anlagestrategien, die nur auf Basis von Renditeerwartungen festgelegt werden, sind im Zeitablauf wenig robust. Veränderte Renditeerwartungen müssen unweigerlich zu Strategieanpassungen führen. Zudem besteht die Gefahr, dass Schätzfehler bei der erwarteten Rendite direkt Eingang in die Anlagestrategie finden. Dies ist der Fall, wenn

optimistische Renditeerwartungen getroffen werden und damit verbunden bereits eine sehr konservative Anlagestrategie mutmasslich genügend Rendite generiert.

Die Herleitung von Renditeerwartungen ist daher direkt mit der Analyse des langfristigen Anlagerisikos verknüpft. Die Höhe der erwarteten Rendite sollte in der langen Frist in einem sinnvollen Verhältnis zum erwarteten Anlagerisiko stehen, und die Annahmen der einzelnen Anlagekategorien sollten aufeinander abgestimmt sein. An den Finanzmärkten gibt es nichts umsonst.

### **Kein definierter Zeithorizont**

Zur Bildung von Renditeerwartungen gehört zwingend auch die Festlegung des betrachteten Zeithorizonts. Angaben zu erwarteten Renditen ohne Informationen über den zugrundeliegenden Zeithorizont sind wenig hilfreich. Je nach Zeithorizont fliesst ein anderes Zinsniveau oder allenfalls auch andere Risikoprämien in die Renditeerwartung ein.

Ebenfalls sollte deklariert werden, ob mit Renditeerwartungen nur die langfristigen, strategischen Eigenschaften von Anlagekategorien beschrieben werden oder ob zusätzlich kurzfristige, taktische Überlegungen mit eingeflossen sind. Dazu gehört beispielsweise die Annahme, dass unmittelbar nach einer Marktkorrektur eine bestimmte Anlagekategorie unterbewertet ist und daher höhere Renditeerwartungen gelten. Eine solche Annahme kann getroffen werden, da möglicherweise die Risikoaversion der Marktteilnehmer und damit verbunden die Risikoprämie zunimmt. Wichtig ist jedoch, dass taktische Überlegungen auch klar als solche deklariert werden. Damit wird die Grundlage für eine transparente Diskussion sowie für Szenario- und Sensitivitätsanalysen geschaffen.

### **Keine Unterscheidung zwischen brutto und netto**

Vermögensverwaltungskosten schmälern die erwartete Rendite. Werden diese Kosten bei der Bildung von Renditeerwartungen nicht berücksichtigt, führt dies zu einer Überschätzung der erwarteten Rendite. Selbstverständlich können Renditeerwartungen auch auf einer Bruttobasis, sprich vor Vermögensver-

waltungskosten, dargestellt werden, wenn die Kosten anschliessend auf eine andere Weise in die Analyse einfließen. Dabei steckt der Teufel bekanntlich im Detail. Vermögensverwaltungskosten können auf unterschiedlichen Ebenen anfallen (Beispiel Fund-of-Funds) und es gibt verschiedene Kostenarten. Idealerweise wird bei Renditeerwartungen klar deklariert, welche Kosten wie in die Daten eingeflossen sind.

### **Angabe von Renditeannahmen in Fremdwährung**

Ein substantieller Teil der Vermögensanlagen von Vorsorgeeinrichtungen ist in Fremdwährungen denominated. Die Bildung von Renditeerwartungen in Fremdwährung ohne entsprechende Umrechnung in Schweizer Franken ist wenig zielführend.

Um dem Aspekt der Absicherung von Fremdwährungsrisiken Rechnung zu tragen, werden idealerweise zwei verschiedene Renditeerwartungen gebildet: einmal als Renditeerwartung mit Fremdwährungsabsicherung und einmal ohne. Dies erlaubt es, spezifische Absicherungskosten, die bei einzelnen Fremdwährungen entstehen können, korrekt zu berücksichtigen. Bei Renditeerwartungen ohne Fremdwährungsabsicherung muss zusätzlich die Komponente der Wechselkursentwicklung berücksichtigt werden. Dies erfolgt in der Regel durch den Einbezug der Zinsdifferenzen zwischen zwei Währungsräumen.

### **Quintessenz: systematisch vorgehen, kritisch zurückblicken**

Zur Bildung von Renditeerwartungen gibt es verschiedene Ansätze, und es resultieren unterschiedliche Ergebnisse. Gerade diese Unterschiede in den Ergebnissen zwingen zu einer systematischen Vorgehensweise und zur Vermeidung der beschriebenen Fallstricke.

Es hat sich bewährt, die eigenen Renditeannahmen der Vergangenheit auch kritisch zu hinterfragen. Ungeachtet des verwendeten Modells ist eine transparente Deklaration der getroffenen Annahmen zentral. Nur damit ist auch eine kritische Auseinandersetzung mit Renditeannahmen möglich. |

## Attentes de rendement

# Embûches et pièges dans la pratique

Les stratégies de placement et les plans de prestations existants sont actuellement sous révision et comparés à des alternatives possibles.

Le calcul des rendements attendus est au centre de ces considérations.

Il comporte des pièges dans la pratique qu'il est possible d'éviter.

Il existe une grande variété de modèles économiques pour calculer le rendement attendu.<sup>1</sup> Dans pratiquement tous ces modèles, l'hypothèse de rendement s'articule autour du niveau des taux d'intérêt et des primes de risque. Le niveau des taux d'intérêt décrit le rendement nominal sûr d'une obligation de la Confédération sur un certain horizon de temps. La prime de risque reflète le rendement supplémentaire attendu de la prise en charge de risques de placement.

Sur les marchés financiers, c'est l'avenir qui se négocie, et non le passé. Les marchés financiers interprètent les nouvelles informations sur les développements futurs possibles à une vitesse fulgurante. Le récent effondrement du marché lié à la pandémie de coronavirus, et la reprise qui a suivi, en ont été une démonstration impressionnante.

### Un mélange de variables connues et inconnues

*Le niveau des taux d'intérêt est connu*

Les évolutions futures attendues changeant constamment, les rendements attendus reposent eux aussi sur des hypothèses très aléatoires. Cependant, toutes ces spéculations sur un avenir incertain font parfois oublier qu'il existe aussi quelques variables connues dans l'équation des rendements attendus.

Parmi ces chiffres de référence objectivement connus, le plus important est probablement le rendement à échéance des obligations d'Etat dites sans risque («obligations de la Confédération»), qui sert d'indicateur du

niveau des taux d'intérêt. La particularité des obligations de la Confédération est que leur rendement sur un certain horizon temporel est connu à l'avance. Une caractéristique qu'on ne retrouve sous cette forme dans aucune autre classe d'actifs.

Il ne serait donc pas très logique d'ignorer le niveau des taux d'intérêt en tant que grandeur objective connue, ou de l'ajuster pour calculer le rendement attendu. Le placement sans risque représente dès lors la ligne zéro pour chaque décision de placement quant à la compensation nécessaire du risque de placement assumé.

*Les primes de risque ne sont pas connues*

La réplique d'attentes est un élément intrinsèque des primes de risque. Par contraste avec le niveau des taux d'intérêt, le niveau effectif des primes de risque est toujours inconnu à l'avance. Il existe une vaste palette de modèles d'estimation des primes de risque. Mais tous ont une chose en commun: les résultats ne sont que des estimations du montant attendu des primes de risque.

Outre les hypothèses sur les primes de risque attendues pour les actions et l'immobilier, des hypothèses sont également émises pour les obligations sous forme de risque de défaut de paiement. Le montant exact de tels risques de crédit ne peut être déterminé à l'avance.

Une séparation stricte entre variables connues et hypothèses augmente la transparence dans la présentation des rendements attendus et simplifie considérablement la discussion au sein des organes décideurs. Comme les attentes

EN BREF

Une stratégie de placement ne devrait pas uniquement se fonder sur les attentes de rendement. L'horizon temporel est également à considérer, de même que les coûts et les risques de change.

concernant les primes de risque différent naturellement, des analyses par scénarios et des études de sensibilité peuvent apporter des clarifications utiles. Le mélange de variables connues et d'hypothèses rend impossible l'utilisation efficace de ces précieux outils.

### Surestimation des changements à court terme, sous-estimation des changements à long terme

Les rendements attendus n'évoluent pas de façon stable dans le temps. En particulier, les fluctuations du niveau des taux d'intérêt modifient les rendements attendus, mais aussi les actifs disponibles. Les changements à court terme des pré-

<sup>1</sup> Voir article Weber, page 41.

visions de rendement qui sont entachées d'erreurs d'estimation peuvent déclencher des mesures à court terme dont le bénéfice supplémentaire sera pour le moins incertain.

Pour établir un plan de prestations à long terme, il n'est donc pas utile de s'appuyer sur une analyse permanente des rendements attendus à court terme. Les plans de prestations tout comme leur financement doivent seulement être ajustés sur le long terme et progressivement. Cela confère plus de sécurité aux assurés et aux employeurs pour leur planification. Idéalement, une discussion approfondie sur les rendements attendus devrait s'inscrire dans le cadre d'une étude périodique de la congruence entre actifs et passifs et les raisonnements devraient porter sur le long terme.

Dans les modélisations de scénarios possibles avec des variations du niveau des taux d'intérêt, il faudrait aussi toujours tenir compte des effets sur les actifs. Une question typique dans ce contexte est la suivante: quels changements de valeur entraînerait une hausse du niveau des taux d'intérêt et quel rendement en résulterait en l'espace de dix ans? Cette vision au long cours permet aux décideurs d'identifier les effets au long cours.

### **Détermination de la stratégie de placement uniquement sur la base des rendements escomptés**

Il ne fait aucun doute que les attentes de rendement sont un facteur clé dans la détermination de la stratégie de placement – mais ce n'est pas le seul. Le législateur a stipulé que les placements devaient être choisis de manière à garantir l'exécution du but de prévoyance. Il met ainsi l'accent sur l'aspect risque inhérent aux placements.

Les stratégies de placement qui sont déterminées uniquement sur la base des rendements attendus ne sont pas très robustes dans la durée. Une modification des attentes de rendement entraînerait inévitablement des ajustements de la stratégie. En outre, les erreurs d'estimation du rendement attendu risquent d'être directement intégrées dans la stratégie de placement. Ce sera le cas si des rendements anticipés trop optimistes suggèrent qu'une stratégie de placement très prudente produirait déjà un rendement suffisant.

La dérivation des rendements attendus est donc directement tributaire de l'analyse du risque de placement à long terme. Il faudrait que sur le long terme, le niveau du rendement attendu soit raisonnablement proportionnel au risque de placement anticipé et les hypothèses des différentes classes d'actifs devraient être bien coordonnées entre elles. Rien n'est gratuit sur les marchés financiers.

### **Pas d'horizon temporel défini**

Lors du calcul des rendements attendus, il importe aussi de préciser l'horizon de temps considéré. Il ne serait pas très intéressant de disposer d'informations sur les rendements à anticiper sans connaître l'horizon temporel sur lequel elles portent. Selon l'horizon de temps retenu, le niveau du taux d'intérêt ou de la prime de risque sous-tendant les attentes de rendement sera différent.

Il faudrait également indiquer si le rendement escompté décrit uniquement les caractéristiques stratégiques à long terme des catégories d'actifs ou si des considérations tactiques à court terme ont également été prises en compte, par exemple l'hypothèse que, immédiatement après une correction du marché, une certaine classe d'actifs est sous-évaluée et que par conséquent, on pourra en espérer des rendements plus élevés. Une telle hypothèse est admissible car il est tout à fait possible que l'aversion au risque des acteurs du marché augmente, ce qui fera également monter la prime de risque. Il importe cependant que les considérations tactiques soient clairement déclarées comme telles. On crée ainsi la base pour une discussion transparente et pour les analyses par scénarios et les études de sensibilité.

### **Pas de différenciation entre brut et net**

Les coûts de gestion des actifs réduisent le rendement attendu. Si ces coûts ne sont pas pris en compte lors des estimations du rendement attendu, ce dernier sera surestimé. Bien entendu, les rendements attendus peuvent aussi être présentés sur une base brute, donc avant déduction des coûts de gestion des actifs, pour autant que dans l'analyse il soit alors tenu compte de ces coûts d'une autre manière. Mais comme on le sait, le diable est dans les détails. Les coûts de gestion des actifs peuvent être générés à

différents niveaux (par exemple dans un fonds de fonds) et il existe différents types de coûts. Idéalement, un exposé des rendements attendus expliquera clairement quels coûts ont été inclus dans les données et de quelle manière.

### **Indication des hypothèses de rendement en monnaies étrangères**

Une partie importante des placements des caisses de pensions est libellée en monnaies étrangères. Formuler les attentes de rendement en monnaies étrangères sans les convertir en francs suisses n'est pas très utile.

Afin que l'aspect de la couverture des risques de change soit pris en compte, il convient d'exprimer les attentes de rendement sous deux formes différentes: une fois avec la couverture des risques de change et une fois sans. De cette manière, il sera possible de chiffrer correctement les coûts de couverture spécifiques que peuvent engendrer les différentes devises étrangères. Pour les placements sans couverture du risque de change, l'évolution du taux de change devra être incluse dans les prévisions de rendement comme facteur supplémentaire. Cela se fait généralement par l'inclusion des différences de taux d'intérêt entre deux zones monétaires.

### **Quintessence de ce qui précède: il faut une démarche systématique et un regard critique sur le passé**

On peut appréhender les attentes de rendement de différentes manières et les résultats obtenus varient. C'est précisément parce que les résultats peuvent être si différents qu'une démarche systématique est de rigueur afin d'éviter les pièges que nous venons de décrire.

Une technique qui a fait ses preuves, c'est de faire un retour critique sur ses propres hypothèses de rendement du passé. Mais quel que soit le modèle utilisé, l'exposé transparent des hypothèses posées est de la plus haute importance. Car c'est seulement si tout est parfaitement clair et transparent que les hypothèses de rendement pourront être évaluées d'un œil critique. **I**

**Oliver Dichter  
Lukas Riesen**

# Die Krux mit der erwarteten Rendite

Die Abschätzung der erwarteten Rendite ist ein zentrales Element des ALM-Prozesses. Verschiedene Modelle stehen für diese Schätzung zur Verfügung. Der Stiftungsrat sollte den Entscheid sorgfältig treffen und nicht das einfachste, sondern das für die Kasse geeignetste Modell wählen.

## IN KÜRZE

Die mathematische Berechnung der erwarteten Rendite eines Portfolios ist im Unterschied zur Risikoabschätzung einfach. Die Schwierigkeit liegt in den Renditeschätzungen für die einzelnen Anlagekategorien. Die Pensionskasse Manor hat vor drei Jahren von einem Risikoprämien- zu einem szenarienbasierten Modell gewechselt.

Die Festlegung der erwarteten Nettorendite der Anlagestrategie bringt neben der konkreten Höhe des Werts weitere Fragen mit sich:

- Auf welcher Basis und nach welcher Methodik wird der Wert festgelegt?
- Wie stark kann sich dieser über die Zeit verändern?
- Wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit, dass die erwartete Rendite unter- oder im besseren Fall überschritten wird?

Wir konzentrieren uns im Folgenden auf die verschiedenen Ansätze zur Berechnung der Nettorendite der Anlagestrategie und würdigen diese kritisch.

### Mathematische Berechnung der Nettorendite

Der einfachste Teil ist die mathematische Berechnung der Nettorendite einer Anlagestrategie (siehe erste Tabelle). Im Gegensatz zur Berechnung des Portfoliorisikos, das über Varianzen und Kovarianzen erfolgt, handelt es sich lediglich um die Gewichtung der einzelnen Anlageklassen mit den erwarteten Nettorenditen. Die erwartete (Netto-) Rendite unserer Anlagestrategie betrug per Ende Dezember 2019 rund 3 Prozent.

Die grösste Herausforderung bei der Berechnung ist entsprechend nicht die mathematische Herleitung, sondern die Ermittlung der geschätzten Nettorenditen pro Anlageklasse. Das Führungsorgan der Pensionskasse sollte hier nicht blind die Empfehlungen ihres Strategieberaters übernehmen, sondern sich insbesondere bewusst sein, welches Modell der Berater anwendet.

Die Schätzungen basieren mehrheitlich auf drei verschiedenen Ansätzen zur Berechnung der erwarteten Ren-

dite,<sup>1</sup> die wir per Dezember 2019 auf Basis unserer Anlagestrategie verglichen haben und auf die wir in der Folge vertieft eingehen (die Resultate der drei Modelle sind in der zweiten Tabelle dargestellt).

### Risikoprämien-Modell

Die Basis des Risikoprämien-Ansatzes bildet die Rendite einer risikofreien Anlage. Hier wird häufig die aktuelle Rendite auf Verfall der 10-jährigen Anleihe der Eidgenossenschaft herbeigezogen (Stand Ende 2019: –0.5 Prozent).

Anschliessend wird eine langfristige Risikoprämie pro Anlageklasse zu der risikofreien Anlage addiert und so die erwartete Rendite pro Anlageklasse geschätzt. Grundsätzlich gilt: Je risikobehafteter eine Anlageklasse, desto höher die Risikoprämie. Die Risikoprämien variieren zwischen 0.5 (breit diversifiziertes CH-Obligationenportfolio) und 5.5 Prozent (Privat-Equity-Anlagen).

Gehen wir beispielsweise davon aus, dass die durchschnittliche Risikoprämie für die Anlagekategorie Aktien Schweiz rund 4 Prozent beträgt. Per Ende 2019 ergibt sich eine erwartete Rendite von 3.5 Prozent (–0.5 [risikofreie Anlage] plus 4 Prozent Risikoprämie).

Das Risikoprämien-Modell ist relativ einfach nachvollziehbar. Die Vergangenheit hat aufgezeigt, dass die Risikoprämien pro Anlageklasse im Durchschnitt relativ stabil sind. Es ergibt im aktuellen Umfeld die tiefsten erwarteten Renditen (hier knapp 2.0 Prozent für



**Lukas Gisler**  
Leiter Asset Management,  
Pensionskasse Manor



**Martin Roth**  
Geschäftsführer,  
Pensionskasse Manor

<sup>1</sup> Siehe dazu auch Artikel Weber, Seite 38. Das Risikoprämien-Modell wird dort zu den historischen Modellen gezählt. Auf szenarienbasierte Modelle wird in einem separaten Kasten eingegangen – sie lassen sich grundsätzlich mit allen von Weber skizzierten Modellfamilien kombinieren.



## Mathematische Berechnung der erwarteten Rendite

Anlageklasse	Strategisches Gewicht	Erwartete Nettorendite	Gewicht* Nettorendite
Liquidität	3.5%	-0.8%	-0.03%
Obligationen CHF	5.5%	0.2%	0.01%
Obligationen Ausland*	2.0%	-0.2%	0.00%
Wandelanleihen global*	6.0%	1.9%	0.11%
Aktien Schweiz	11.0%	4.1%	0.47%
Aktien global	16.5%	3.0%	0.48%
Hedge Funds*	12.5%	1.4%	0.18%
Gold	3.5%	-0.7%	-0.02%
Private Equity	4.5%	5.8%	0.26%
Infrastruktur	3.5%	5.7%	0.20%
Hypotheken	2.0%	-0.1%	0.00%
Immobilien Schweiz	21.0%	4.1%	0.86%
Immobilien Ausland	9.0%	5.5%	0.50%
<b>Total</b>		<b>3.0%</b>	<b>3.01%</b>

«Wie bei allen Modellen gilt auch bei den drei beschriebenen der Grundsatz *«Garbage in, garbage out!»* Die Wahl der Annahmen und Inputs definiert in jedem Modell das Ergebnis.»

## Erwartete Rendite des Portfolios der PK Manor nach drei unterschiedlichen Ansätzen

Anlageklasse	Gewicht	Erwartete Nettorendite		
		Risikoprämien-Ansatz	Szenariobasierter Ansatz	Historischer Ansatz (20 Jahre)
Liquidität	3.50%	-0.70%	-0.80%	0.58%
Obligationen CHF	5.50%	-0.35%	0.20%	3.24%
Obligationen FW (hedged CHF)	2.00%	-0.25%	-0.20%	3.20%
Wandelanleihen global (hedged CHF)	6.00%	1.40%	1.90%	4.21%
Aktien Schweiz	11.50%	3.30%	4.10%	5.05%
Aktien Ausland	16.00%	3.30%	3.00%	3.43%
Hedge Funds (hedged CHF)	12.50%	0.95%	1.40%	4.33%
Gold	3.00%	-0.95%	-0.70%	6.13%
Private Equity	4.50%	4.80%	5.80%	3.08%
Infrastruktur	3.50%	3.30%	5.70%	1.60%
Hypotheken	2.00%	0.50%	-0.10%	2.30%
Immobilien Schweiz	21.00%	1.68%	4.10%	6.46%
Immobilien Ausland	9.00%	2.55%	5.50%	6.52%
<b>Erwartete Rendite SAA PK Manor</b>	<b>100.00%</b>	<b>1.96%</b>	<b>3.01%</b>	<b>4.55%</b>

unsere Strategie) und somit wohl am meisten Handlungsbedarf bei der Senkung des technischen Zinssatzes.

Problematisch ist bei diesem Ansatz, dass die Zinsentwicklung der risikofreien Anlage den grössten Einfluss auf die erwartete Rendite der Anlagestrategie hat. Bei grossen Zinsveränderungen innerhalb kurzer Zeit fällt die langfristig erwartete Rendite entsprechend volatil aus. Getreu dem Ansatz, dass die Gegenwart der beste Indikator für die zukünftige Entwicklung der Renditen einer Anlageklasse ist, hat der Risikoprämien-Ansatz auch keinerlei vorwärtsschauende Komponenten. Dies kann gerade bei heftigen Kurseinbussen an den Aktienmärkten und einer starken Erhöhung der Risikoprämien, wie es aktuell der Fall ist, beim Stiftungsrat für Erstaunen sorgen: Die

ALM-Analyse weist nach dieser Entwicklung eine unveränderte oder wegen der gesunkenen Zinsen sogar eine tiefere erwartete Rendite aus.

Zudem ist es derjenige der drei Ansätze, der im aktuellen Zinsumfeld am meisten Anlagekategorien mit erwarteten negativen Renditen ausweist. Dies birgt die Gefahr, dass aus Sicht der Pensionskasse der Anreiz besteht, zusätzlich in risikobehaftete Anlageklassen zu investieren, und der erwünschte Diversifikationseffekt von Obligationen als zu teuer erscheint.

Die Pensionskasse Manor hat bis vor rund drei Jahren mit diesem Ansatz gearbeitet und damit gute Erfahrungen gemacht. Insbesondere hat dieser Ansatz dazu geführt, dass wir bereits 2016 aufgrund der tiefen erwarteten Rendite auf

der Passivseite etliche Massnahmen (Senkung des Umwandlungssatzes auf 5 Prozent, Reduktion des technischen Zinssatzes auf 1.5 Prozent, Erhöhung des Rentenalters um zwei Jahre und Erhöhung der Sparbeiträge) getroffen haben, um die Sollrendite nachhaltig unter 2 Prozent zu senken.

Um den möglichen zukünftigen Entwicklungen der Anlagestrategie besser Rechnung zu tragen, haben wir uns dann 2017 entschieden, unsere Anlagestrategie neu mittels eines szenariobasierten Ansatzes zu modellieren.

### Szenariobasiertes Modell

Beim szenariobasierten Modell werden einfach gesagt auf Basis der aktuellen Kapitalmarktsituation eine Vielzahl von möglichen zukünftigen Kursverläufen

der einzelnen Anlageklasse simuliert und mit entsprechenden statistischen Wahrscheinlichkeiten unterlegt.

Die Methodologie unseres ALM-Spezialisten zur Modellierung von Erwartungswerten (beziehungsweise Rendite- und Risikoprojektionen) basiert dabei auf drei Bausteinen:

- Standpunkte und Expertenmeinungen;
- «Out of Sample»-Tests bezüglich Risiko und Rendite;
- realistische Szenarien, basierend auf robusten, empirischen Gesetzmässigkeiten.

Anschliessend wird basierend auf diesen drei Bausteinen über einen vordefinierten Zeitraum (beispielsweise drei oder fünf Jahre) dynamisch die im Durchschnitt zu erwartende Nettorendite jeder Anlageklasse errechnet.

Der grosse Vorteil dieses Ansatzes ist, dass den aktuellen, teilweise noch nie so dagewesenen Gegebenheiten und mittelfristigen Aussichten am Kapitalmarkt Rechnung getragen wird und somit die Betrachtung im Vergleich zum Risikoprämien-Modell dynamischer ausfällt.

Der Nachteil dieses Ansatzes ist, dass ein zusätzliches Prognoserisiko in den ALM-Kontext einfließt. Der Einsatz eines szenariobasierten Ansatzes ist für ein Milizgremium wie den Stiftungsrat zudem schwieriger zu verstehen und bedarf zusätzlicher Erklärung und Ausbildung.

Die Pensionskasse Manor arbeitet seit 2017 mit diesem Ansatz und hat bis dato sehr gute Erfahrungen damit gemacht.

Die erwarteten prognostizierten Renditen (hier 3 Prozent für unsere Anlagestrategie) waren sehr akkurat und unabhängig von den verschiedenen Marktphasen sehr stabil.

#### Historisches Modell

Hier handelt es sich wohl um das einfachste Modell. Die Basis der erwarteten Renditen bilden die jeweiligen historischen Werte. Zeitreihen der letzten 10, 20 oder gar 40 Jahre können jedoch zu ganz unterschiedlichen erwarteten Renditen führen.

In der Vergleichstabelle der drei Ansätze haben wir uns auf einen 20-Jahres-Horizont festgelegt, was zu einem Erwartungswert für die Anlagestrategie von 4.6 Prozent führt und deutlich über den beiden anderen Ansätzen liegt. Hauptgrund hierfür ist der anhaltende Zinsrückgang der letzten 20 Jahre, der bei den Obligationenanlagen zu Renditen von jährlich rund 3.2 Prozent geführt hat und sich so kaum wiederholen dürfte.

Der historische Ansatz ist zur Festlegung der erwarteten Rendite nach unserer Einschätzung am wenigsten geeignet. Erstaunlicherweise wird er aber immer noch von relativ vielen Anbietern den Pensionskassengremien zu sehr günstigen Konditionen offeriert (oftmals sogar unentgeltlich).

#### Welcher Ansatz ist nun der richtige für meine Kasse?

Diese Frage können wir nicht beantworten. Wie bei allen Modellen gilt auch

bei den drei beschriebenen der Grundsatz «Garbage in, garbage out». Die Wahl der Annahmen und Inputs definiert in jedem Modell das Ergebnis.

Unsere Erfahrung zeigt, dass bei der Auswahl des Ansatzes zentral ist, dass sämtliche Gremien der Pensionskasse diesen verstehen und nachvollziehen können. Nur dann lässt sich entscheiden, welches Modell sich für die Kasse eignet. Sehr wichtig ist auch, dass der ALM-Experte sich einer kritischen Diskussion stellen und Unklarheiten beseitigen muss. Eine erwartete Rendite nicht kritisch zu hinterfragen und diese ungeprüft als Basis zur Berechnung des technischen Zinssatzes zu übernehmen, ist sicherlich nicht als «Good Governance» einer Pensionskasse zu bezeichnen.

Eine ALM-Betrachtung sollte unserer Meinung nach nicht nur alle zwei bis drei Jahre erfolgen. Die Finanzmärkte bewegen sich, entsprechend diesen Veränderungen müssen die Modellannahmen angepasst werden. In diesem Sinn erachten wir den ALM-Prozess und die Überprüfung der erwarteten Renditen als konstante Überwachungsaufgabe des Stiftungsrats und insbesondere der Anlagekommission.

#### Der Versuchung widerstehen

Hinsichtlich der Renditeerwartungen kann ein Anreiz bestehen, eine «Modell-Arbitrage» zu betreiben: Wählt man den ALM-Experten, der die höchste erwartete Nettorendite ausweist, besteht der kleinste Handlungsbedarf auf der Aktiv- und der Passivseite. Auch hier ist es Auftrag des Stiftungsrats und des Pensionskassenexperten, eine solche Praxis zu erkennen und zu verhindern. Wir erachten zudem eine längerfristige Konsistenz speziell für den Lernprozess und die Glaubwürdigkeit aller Beteiligten als zentral, was auch klar gegen eine kurzfristige Modell-Arbitrage spricht.

Ebenfalls ist es mit Blick auf die Gesamtbetrachtung der Pensionskassensituation gefährlich, sich lediglich an der erwarteten Rendite und dem technischen Zinssatz auszurichten. Das Risiko, die Sollrenditen mittel- oder längerfristig nicht zu erreichen oder gar in eine Unterdeckung zu fallen, ist mindestens so wichtig für das Management der eigenen Pensionskasse. |

## Pensionskasse Manor

### STECKBRIEF

Rechtsform	Gemeinschaftliche Vorsorgeeinrichtung	Art der Kasse	umhüllend, vollautonome VE
Vorsorgeplan	Beitragsprimat	Gründungsjahr	1956
		Sitz	Hochdorf

### KENNZAHLEN PER 31.12.2019

Anzahl Versicherte	7314	Technische Rückstellungen	55 492 000
Anzahl Rentner	3938	Notw. Vorsorgekapital	1 545 478 000
Beitragsverhältnis	58.5% AG/41.5% AN	Nettovorsorgevermögen	1 804 511 567
Angeschlossene Arbeitgeber	7	DG nach Art. 44 BVV/2	116.8%
Zins Altersguthaben	2.25%	Vorh. Wertschwankungsreserve	255 000 000
Technische Grundlagen	BVG 2015, PT	Sollwert Wertschwankungsres.	255 000 000
Umwandlungssatz Alter 65	5.0%	Sollrendite	1.8%
Technischer Zins	1.5%	Erwartete Rendite	2.7%
VK Rentner	880 098 000	Anlageperformance 2019	10.6%
VK aktive Versicherte	609 888 000	Anlageperformance 2020 (bis 31.3.20)	-4.5%
Total VK	1 489 986 000		

# Wissen zusammenbringen. Chancen vervielfältigen.

Die besten Anlagechancen bei Sachwerten entdecken und nutzen: Das setzt ein außergewöhnlich breites und tiefes Wissen voraus. Darum kann der integrierte Ansatz von Aviva Investors den entscheidenden Unterschied machen.

Denn wir bringen die Fachkenntnisse von 320 Experten weltweit zusammen: für Immobilien, Infrastruktur und ertragsorientierte alternative Anlagen. Unseren Kunden verschafft dieses Team Zugang zu einigen der innovativsten und chancenreichsten Möglichkeiten auf dem Markt.

**Aviva Investors. Gemeinsam handeln. Für Anleger von heute.**

**Erfahren Sie mehr: [avivainvestors.de](https://www.avivainvestors.de)**

Anleger sollten sich bewusst sein, dass private Vermögenswerte und Immobilien illiquide und möglicherweise nicht ohne weiteres verkäuflich sind. Dies kann es Investoren erschweren, ihre Anlagen zu liquidieren. Wie bei allen Anlagen ist das Kapital gefährdet, und die Höhe der Erträge ist nicht garantiert und kann sinken.

For today's investor



**Ausschließlich für professionelle Kunden und Berater. Nicht für Privatkunden zugänglich.**

Von Aviva Investors Global Services Limited veröffentlicht. Registriert in England unter der Nr. 1151805. Sitz: St Helens, 1 Undershaft, London EC3P 3DQ. Zugelassen und beaufsichtigt von der Financial Conduct Authority. Unternehmenskennnummer 119178.

RA20/0207/17022021

Rapport d'expérience de la Caisse de pensions Manor

# La question du rendement attendu

L'estimation de l'attente de rendement est un élément clé du processus de gestion actif-passif (ALM). Divers modèles sont disponibles pour procéder à cette estimation. Le conseil de fondation doit faire son choix avec soin en visant non pas le modèle le plus simple, mais celui qui convient le mieux à sa caisse.

La détermination du rendement net attendu de la stratégie d'investissement soulève d'autres questions en plus de celle de la valeur concrète:

- Sur quelle base et selon quelle méthodologie la valeur est-elle déterminée?
- Dans quelle mesure cette valeur peut-elle changer au fil du temps?
- Quelle est la probabilité que le rendement escompté soit inférieur, ou dans le meilleur des cas, supérieur aux attentes?

Ci-après, nous allons nous concentrer sur les différentes approches du calcul du rendement net de la stratégie de placement et les évaluer sous un angle critique.

## Calcul mathématique du rendement net

La partie la plus simple est le calcul mathématique du rendement net d'une stratégie de placement (voir le premier tableau). Contrairement au calcul du risque du portefeuille, qui est effectué à l'aide de variances et de covariances, il s'agit simplement de pondérer les différentes classes d'actifs avec les rendements nets attendus. Dans notre cas, le rendement (net) attendu de la stratégie de placement était d'environ 3% à la fin du mois de décembre 2019.

Le plus grand défi lors du calcul n'est donc pas la dérivation mathématique, mais la détermination des rendements nets estimés par classe d'actifs. L'organe dirigeant de la caisse de pensions ne doit pas accepter aveuglément les recommandations de son conseiller en placement, mais notamment savoir quel modèle le conseiller utilise.

La plupart des estimations sont basées sur trois approches différentes de calcul

du rendement attendu<sup>1</sup> que nous avons comparées à décembre 2019 sur la base de notre stratégie de placement et que nous allons exposer plus en détail ci-après (les résultats des trois modèles sont présentés dans le deuxième tableau).

### Modèle de la prime de risque

L'approche de la prime de risque prend pour repère le rendement d'un placement non risqué. En l'occurrence, il s'agit souvent du rendement actuel à l'échéance de l'obligation à dix ans émise par la Confédération suisse (fin 2019: -0.5%).

Une prime de risque à long terme par classe d'actifs est ensuite ajoutée au placement non risqué pour estimer le rendement attendu par classe d'actifs. En principe, plus une classe d'actifs est risquée, plus la prime de risque est élevée. Les primes de risque varient entre 0.5 (portefeuille d'obligations suisses largement diversifié) et 5.5% (placements de type private equity).

Supposons, par exemple, que la prime de risque moyenne pour la catégorie des placements en actions suisses soit d'environ 4%. A la fin de 2019, le rendement attendu est de 3.5% (-0.5% [placement sans risque] plus 4% de prime de risque).

Le modèle de la prime de risque est relativement facile à comprendre. Le passé a montré que les primes de risque

<sup>1</sup> Voir également à ce sujet l'article Weber, page 41. Le modèle de la prime de risque y est inclus dans les modèles historiques. Les modèles basés sur un scénario sont traités dans un encadré à part – en principe, ils peuvent être combinés avec toutes les familles de modèles esquissées par Weber.

## EN BREF

Contrairement à l'évaluation des risques, le calcul mathématique du rendement attendu d'un portefeuille est simple. La difficulté réside dans les estimations de rendement pour les différentes catégories de placements. Il y a trois ans, la caisse de pensions Manor est passée d'un modèle à prime de risque à un modèle basé sur des scénarios.

par classe d'actifs sont plutôt stables en moyenne. Dans le contexte actuel, ce modèle produit les rendements attendus les plus faibles (quelque 2.0% pour notre stratégie) et révèle donc probablement le plus grand besoin d'agir en termes d'abaissement du taux technique.

Le problème avec cette approche est que l'évolution du taux d'intérêt du placement non risqué est ce qui influence le plus le rendement attendu de la stratégie de placement. En cas de changements majeurs des taux d'intérêt dans un court laps de temps, le rendement attendu à long terme est en conséquence volatil. Fidèle à la philosophie selon laquelle le présent est le meilleur indicateur de

## Calcul mathématique du rendement attendu

Classe d'actifs	Poids stratégique	Rendement net escompté	Poids* rendement net
Liquidités	3.5%	-0.8%	-0.03%
Obligations CHF	5.5%	0.2%	0.01%
Obligations étrangères*	2.0%	-0.2%	0.00%
Emprunts convertibles à l'échelle mondiale*	6.0%	1.9%	0.11%
Actions suisses	11.0%	4.1%	0.47%
Actions mondiales	16.5%	3.0%	0.48%
Hedge Funds*	12.5%	1.4%	0.18%
Or	3.5%	-0.7%	-0.02%
Private Equity	4.5%	5.8%	0.26%
Infrastructure	3.5%	5.7%	0.20%
Hypothèques	2.0%	-0.1%	0.00%
Immobilier suisse	21.0%	4.1%	0.86%
Immobilier étranger	9.0%	5.5%	0.50%
<b>Total</b>		<b>3.0%</b>	<b>3.01%</b>

«Comme pour tous les modèles, le principe «garbage in, garbage out» s'applique aussi aux trois modèles décrits. Le choix des hypothèses et des entrées définit le résultat dans chaque modèle.»

## Rendement attendu du portefeuille de la CP Manor selon trois approches différentes

Classe d'actifs	Poids	Rendement net escompté		
		Approche de la prime de risque	Approche basée sur des scénarios	Approche historique (20 ans)
Liquidités	3.50%	-0.70%	-0.80%	0.58%
Obligations CHF	5.50%	-0.35%	0.20%	3.24%
Obligations ME (hedged CHF)	2.00%	-0.25%	-0.20%	3.20%
Emprunts convertibles à l'échelle mondiale (hedged CHF)	6.00%	1.40%	1.90%	4.21%
Actions suisses	11.50%	3.30%	4.10%	5.05%
Actions étrangères	16.00%	3.30%	3.00%	3.43%
Hedge Funds (hedged CHF)	12.50%	0.95%	1.40%	4.33%
Or	3.00%	-0.95%	-0.70%	6.13%
Private Equity	4.50%	4.80%	5.80%	3.08%
Infrastructure	3.50%	3.30%	5.70%	1.60%
Hypothèques	2.00%	0.50%	-0.10%	2.30%
Immobilier suisse	21.00%	1.68%	4.10%	6.46%
Immobilier étranger	9.00%	2.55%	5.50%	6.52%
<b>Rendement attendu SAA CP Manor</b>	<b>100.00%</b>	<b>1.96%</b>	<b>3.01%</b>	<b>4.55%</b>

l'évolution future des rendements d'une classe d'actifs, l'approche de la prime de risque ne comporte pas non plus d'éléments prospectifs. Après un effondrement des cours des actions sur les marchés boursiers et une forte augmentation des primes de risque, comme c'est le cas actuellement, le conseil de fondation pourrait alors constater avec étonnement que l'analyse ALM fait état d'un rendement attendu inchangé, voire inférieur en raison de la baisse des taux d'intérêt.

En outre c'est, parmi les trois approches, celle qui affiche le plus de classes d'actifs avec des rendements négatifs attendus dans le contexte actuel des taux d'intérêt. Le danger existe donc que dans son optique, la caisse de pensions soit incitée à investir davantage dans les

classes d'actifs risquées, et que l'effet de diversification souhaité venant des obligations semble trop coûteux.

La caisse de pensions Manor a travaillé avec cette approche jusqu'à il y a environ trois ans et a fait de bonnes expériences avec elle. C'est notamment grâce à cette démarche que nous avons déjà pris un certain nombre de mesures en 2016 (réduction du taux de conversion à 5%, baisse du taux d'intérêt technique à 1.5%, relèvement de l'âge de la retraite de deux ans et augmentation des cotisations d'épargne) afin de ramener le rendement cible en dessous de 2% sur une base durable au vu du faible rendement attendu du côté passif.

Afin de mieux anticiper les évolutions potentielles de la stratégie de placement

dans le futur, nous avons ensuite décidé en 2017 de remodeler notre stratégie de placement en utilisant une approche basée sur des scénarios.

### Modèle basé sur des scénarios

Expliqué en termes simples, le modèle basé sur des scénarios consiste à simuler un grand nombre d'évolutions futures possibles des prix des différentes catégories d'actifs sur la base de la situation actuelle du marché des capitaux en les étayant par des probabilités statistiques correspondantes.

La méthode utilisée par notre spécialiste ALM pour modéliser les valeurs attendues (par des projections du rendement et du risque) tire ses enseignements de trois sources:



vps.epas

# vps.epas – Mise au point

Manifestation d'aide à la responsabilité propre dans le 2<sup>e</sup> pilier

**Vendredi 20 novembre 2020, Yverdon-les-Bains**

«vps.epas – Mise au point» est une série de manifestations organisée par vps.epas. Les événements qui se dérouleront en novembre abordent des problèmes et des questions d'actualité concernant les acteurs de terrain et fournissent des suggestions de mise en œuvre. Avec cette série de manifestations, vps.epas se donne pour but de soutenir la responsabilité propre au sein du 2<sup>e</sup> pilier.

Mot de bienvenue

**Peter Schnider**

## Actualités

Actualités au niveau de la surveillance

**Rosario di Carlo**

Actualités au niveau des projets de réformes

**Yves-Marie Hostettler**

Questions aux intervenants

**Anne Yammine**

## Questions relatives à la gouvernance

Constitution et libération de provisions pour les réductions de taux de conversion et les pertes de retraite

**Michèle Mottu Stella**

La surmortalité des derniers mois et les hypothèses à long terme d'une caisse de pension

**Jean Netzer**

Questions aux intervenants

**Anne Yammine**

## Questions d'investissement

Nouveautés de l'ordonnance révisée sur les fondations de placement

**Aline Kratz Ulmer**

Le monde des investissements après les élections américaines et les paquets d'aide Covid-19

**Michel Girardin**

Questions aux intervenants

**Anne Yammine**

*Vous trouverez de plus amples informations sur [vps.epas.ch](https://vps.epas.ch). Sous réserve de modifications du programme.*

**Lieu**  
Grand Hôtel des Bains  
Avenue des Bains 22  
1401 Yverdon-les-Bains

**Heure**  
08h30 – 12h45,  
suivi par le repas de midi

**Renseignements**  
Simone Ochsenbein  
+41 (0)41 317 07 23  
so@vps.epas.ch  
vps.epas.ch

**Coûts, credit points et inscription sur [vps.epas.ch](https://vps.epas.ch)**

Partenaires/Credit Points



- les points de vue et les avis d'experts;
- des tests «hors échantillon» concernant le risque et le rendement;
- des scénarios réalistes, basés sur des principes empiriques solides.

Ensuite, sur la base de ces trois éléments constitutifs, le rendement net moyen attendu de chaque classe d'actifs est calculé de manière dynamique sur une période prédéfinie (par exemple trois ou cinq ans).

Le grand avantage de cette approche est qu'elle tient compte des conditions actuelles, parfois sans précédent, et des perspectives à moyen terme du marché des capitaux, ce qui rend l'analyse plus dynamique que le modèle de la prime de risque.

Mais il y a aussi un inconvénient: avec cette approche un risque de prévision supplémentaire entre dans le contexte de l'étude ALM. Une approche basée sur des scénarios est également plus difficile à comprendre pour un organe de milice tel que le conseil de fondation et nécessite des explications et une formation supplémentaires.

La caisse de pensions Manor travaille avec cette approche depuis 2017 et en est très satisfaite jusqu'à présent. Les rendements prévus pronostiqués (en l'occurrence 3% pour notre stratégie d'investissement) étaient très précis et stables, indépendamment des différentes phases du marché.

#### Modèle historique

C'est probablement le modèle le plus simple. La base des rendements attendus est constituée par les valeurs historiques respectives. Cependant, les rendements attendus peuvent diverger considérablement selon que la série chronologique considérée s'étend sur les 10, 20 ou 40 dernières années.

Dans le tableau comparatif des trois approches, nous nous sommes fixé un horizon de 20 ans, ce qui conduit à une valeur attendue pour la stratégie d'investissement de 4.6%, soit nettement plus que les deux autres approches. La principale raison en est la baisse continue des taux d'intérêt au cours des 20 dernières années qui a entraîné des rendements annuels d'environ 3.2% sur les placements en obligations, un phénomène qui ne se reproduira probablement pas tel quel.

A notre avis, l'approche historique est la moins adaptée pour déterminer le ren-

dement attendu. Il est d'autant plus surprenant qu'un nombre relativement important de prestataires l'offrent encore aux organes dirigeants des caisses de pensions à des conditions très avantageuses (souvent même gratuitement).

#### Quelle est la bonne approche pour ma caisse?

Nous ne pouvons pas répondre à cette question. Comme pour tous les modèles, le principe «garbage in, garbage out» s'applique aussi aux trois modèles décrits. Le choix des hypothèses et des entrées définit le résultat dans chaque modèle.

Notre expérience a montré que le facteur clé qui doit déterminer le choix de l'approche est que tous les organes de la caisse de pensions la comprennent et puissent la suivre. Ce n'est qu'à cette condition que l'on pourra décider quel modèle convient à la caisse. Il est également très important que le spécialiste ALM se prête à une discussion critique afin qu'aucune ambiguïté ne subsiste. Adopter un rendement attendu comme base de calcul du taux d'intérêt technique sans poser des questions critiques ne serait décidément pas compatible avec la «bonne gouvernance» d'une caisse de pensions.

A notre avis, une étude actif-passif ne devrait pas avoir lieu tous les deux ou trois ans seulement. Les marchés financiers évoluent et les hypothèses du modèle doivent être adaptées en fonction de ces changements. Dans cette optique, nous considérons que le processus de la

gestion actif-passif et l'étude des rendements escomptés constituent une tâche de surveillance constante du conseil de fondation et, en particulier, de la commission de placement.

#### Résister à la tentation

En ce qui concerne les rendements attendus, il peut être tentant de s'engager dans un «arbitrage par le modèle»: si l'on choisit le spécialiste ALM prédisant le rendement net escompté le plus élevé, on aura le moins besoin d'intervenir sur l'actif et le passif. Là encore, il incombe au conseil de fondation et à l'expert en caisses de pensions d'identifier et de prévenir une telle pratique. Nous considérons également que la cohérence à plus long terme, en particulier concernant le processus d'apprentissage et la crédibilité de toutes les parties concernées sont essentielles, ce qui plaide aussi clairement contre un arbitrage par le modèle à court terme.

De même, nous pensons qu'il est dangereux de s'orienter uniquement d'après le rendement attendu et le taux d'intérêt technique, car on n'obtient pas ainsi une vue d'ensemble complète de la situation de la caisse de pensions. Le risque de ne pas atteindre les objectifs de rendement à moyen ou à long terme, voire de tomber en déficit, est d'une importance au moins égale pour la gestion d'une caisse de pensions. |

**Lukas Gisler**  
**Martin Roth**

## Caisse de pensions Manor

### PORTRAIT-ROBOT

Forme juridique	Institution de prévoyance commune	Type de caisse	IP enveloppante, entièrement
Plan de prévoyance	primauté des cotisations	Année de fondation	1956
		Siège	Hochdorf

### CHIFFRES CLÉS AU 31.12.2019

Nombre d'assurés	7314	Provisions techniques	55 492 000
Nombre de rentiers	3938	Capital de prévoyance requis	1 545 478 000
Rapport de cotisation	58.5% empl./41.5% sal.	Fortune nette de prévoyance	1 804 511 567
Employeurs affiliés	7	TC selon art. 44 OPP 2	116.8%
Intérêt sur l'avoir de vieillesse	2.25%	RFV existante	255 000 000
Bases actuarielles	LPP 2015, PT	Valeur cible RFV	255 000 000
Taux de conversion à 65 ans	5.0%	Rendement visé	1.8%
Taux technique	1.5%	Rendement attendu	2.7%
Capital de prévoyance rentiers	880 098 000	Performance de placement 2019	10.6%
CP assurés actifs	609 888 000	Performance de placement 2020	
Total capital de prévoyance	1 489 986 000	(jusqu'à 31.3.20)	-4.5%

Erwartete Rendite: Auch für die Passivseite zentral

# Was der Pensionskassen-Experte zur erwarteten Rendite zu sagen hat

Pensionskassen-Experten sind auf die Passivseite spezialisiert. Da die erwartete Rendite für ihre Empfehlung zum technischen Zinssatz zentral ist, müssen sie die entsprechende Schätzung aber kritisch hinterfragen. Erscheint der Wert unrealistisch, empfiehlt sich eine Zweitmeinung.

## IN KÜRZE

Eine auffällig hohe oder tiefe Renditeschätzung sollte besonders geprüft werden. Beide Fälle können Entscheide des Stiftungsrats nach sich ziehen, die nicht optimal oder sogar gefährlich sind hinsichtlich der Finanzierung der Leistungen.

Bezüglich der Festlegung der erwarteten Rendite und des technischen Zinssatzes sieht die Rollenteilung meist so aus: Die Pensionskasse bestimmt gestützt auf die Angaben ihres Anlageberaters oder Vermögensverwalters die Höhe der erwarteten Nettorendite, und der Pensionskassen-Experte empfiehlt darauf basierend die Höhe des technischen Zinssatzes. Die Höhe der erwarteten Rendite ist somit für die Passivseite von hoher Wichtigkeit. Sie hat mit der überarbeiteten Fachrichtlinie FRP 4 zusätzlich an Bedeutung gewonnen.

Wie hat sich nun der Pensionskassen-Experte zu verhalten, falls ihm die erwartete Rendite zu hoch oder zu tief erscheint?

### Vorgehen des Experten anhand eines Beispiels

Diese Frage soll an einem einfachen Beispiel beantwortet werden: Unsere Muster-Pensionskasse weist einen Deckungsgrad von 110 Prozent aus. Die Vorsorgekapitalien der aktiven Versicherten und der Rentenbeziehenden sind jeweils gleich hoch, die Wertschwankungsreserve beträgt 10 Prozent. Zusätzliche Rückstellungen gibt es keine. Der technische Zinssatz beträgt 1.5 Prozent.

Werden Faktoren wie Cashflow-Effekte und Risikoergebnisse vernachlässigt, liegt die Sollrendite zwischen 0.75 Prozent (bei einer Nullverzinsung der Vorsorgekapitalien der aktiven Versicherten) und 1.5 Prozent (bei einem Sparzinssatz von 1.5 Prozent, also bei Gleichbehandlung der aktiven Versicherten und der Rentenbeziehenden). Unsere Pensionskasse hat eine eher vorsichtige An-

lagestrategie gewählt, mit einer vom Anlageberater ermittelten erwarteten Rendite von 1.0 Prozent. Was bedeutet dies?

### Absehbare Unterdeckung in Zukunft

Da die Gleichbehandlung der aktiven Versicherten und der Rentenbeziehenden ein Ziel ist, ist die fundamentale versicherungstechnische Vorgabe, wonach die erwartete Rendite über der Sollrendite zu liegen hat, nicht erfüllt.

Wegen des Ungleichgewichts zwischen Sollrendite und erwarteter Rendite sinkt der Deckungsgrad pro Jahr um circa 0.5 Prozentpunkte. Dies bedeutet, dass die Wertschwankungsreserve von heute 10 Prozent in der Erwartung spätestens in 20 Jahren aufgebraucht sein wird, sofern nicht mit tieferen Verzinsungen und weiteren Anpassungen auf der Passivseite Gegensteuer gegeben wird.

### Gibt es Handlungsbedarf?

Auf den ersten Blick ist dieses Ungleichgewicht zwischen erwarteter Rendite und Sollrendite dank der Wertschwankungsreserve für einige wenige Jahre verkraftbar. Nun kommt aber die für den Pensionskassen-Experten verbindliche Fachrichtlinie FRP 4 ins Spiel, derzufolge der technische Zinssatz mit einer angemessenen Marge unter der erwarteten Rendite zu liegen hat, in unserem Beispiel also unter 1.0 Prozent.

Diese Vorgabe ist in unserer Pensionskasse bei weitem nicht erfüllt. Unter Berücksichtigung der vom Pensionskassenbüro entwickelten Methode für die Bestimmung der angemessenen Marge empfiehlt der Experte dem Stiftungsrat eine Senkung des technischen



**Patrick Spuhler**

Dipl. phil. II,

zugelassener Experte für berufliche Vorsorge,  
Partner Prevanto AG



Zinssatzes auf 0.75 Prozent. Weil für die Dauer der Senkung Spielraum besteht, wäre neben einer sofortigen auch eine schrittweise Senkung von beispielsweise 0.25 Prozentpunkten pro Jahr denkbar, so dass in drei Jahren das Ziel erreicht ist.

Der Stiftungsrat könnte sich aber auch die Freiheit nehmen, den technischen Zinssatz in längerer Frist zu senken, die FRP 4 lässt implizit sieben Jahre zu. Dabei ist das anvisierte Ziel jährlich zu überprüfen, da das Anlageumfeld, die Risikofähigkeit und insbesondere die erwartete Rendite keine festen Grössen sind. Der definitive Beschluss über die Höhe des technischen Zinssatzes liegt gemäss Art. 51a BVG beim obersten Organ, das dabei von der Empfehlung des Pensionskassen-Experten abweichen kann.

*Keine höheren Risiken  
nur des technischen Zinses wegen*

Auf jeden Fall ist unserer Pensionskasse nicht zu empfehlen, die Aktienquote und damit die erwartete Rendite alleine deswegen zu erhöhen, um die Vorgaben der FRP 4 zu erfüllen. Eine Anlagestrategie sollte mit Blick auf die Risikofähigkeit, die Risikobereitschaft und allenfalls die langfristigen Opportunitäten an den Anlagemärkten und nicht aufgrund der Höhe des technischen Zinssatzes festgelegt werden.

Der Pensionskassen-Experte ist angehalten, die erwartete Rendite der Pensionskasse kritisch zu hinterfragen. Erachtet er die 1.0 Prozent in diesem Beispiel als sehr tief, kann er der Pensionskasse zu einer Zweitmeinung raten. Denn es ist ein offenes Geheimnis, dass die Spannweite der ermittelten erwarteten Renditen gross ist, da unterschiedliche Berechnungsmodelle zur Anwendung gelangen.<sup>1</sup> Selbstredend kann die Renditeerwartung gemäss der Zweitmeinung ebenfalls nicht unbesehen übernommen werden, wenn diese deutlich höher als 1.0 Prozent ausfällt.

*Hohe Werte können  
falsche Sicherheit vermitteln*

Nun kann man sich für unsere Pensionskasse auch den umgekehrten Fall vorstellen, in dem sie eine aggressivere Anlagestrategie gewählt hat: Der Soll-

rendite beziehungsweise dem technischen Zinssatz von 1.5 Prozent steht eine erwartete Rendite von beinahe 3 Prozent gegenüber.

Damit scheint für den Pensionskassen-Experten auf den ersten Blick alles im Lot zu sein: Der Deckungsgrad wird in der Erwartung ansteigen, der technische Zinssatz liegt deutlich unter der erwarteten Rendite.

Doch im aktuellen Tiefzinsumfeld wird der Experte diese hohe Renditeerwartung kritisch hinterfragen. Ist sie begründbar? Unterliegen der Berechnung eventuell zu optimistische Annahmen? Oder fährt unsere Pensionskasse eine zu risikoreiche Anlagestrategie? Für den letzteren Fall sollte eine ALM-Studie vorliegen, die aufzeigt, dass die gewählte Anlagestrategie gerechtfertigt ist.

Auch hier kommt die FRP 4 ins Spiel: Sollte die vergleichsweise hohe erwartete Rendite unserer Pensionskasse von beinahe 3 Prozent begründbar sein, wäre dann auch ein technischer Zinssatz von 2 Prozent oder höher vertretbar? Wohl nicht zuletzt deshalb sieht die FRP 4 eine generelle Obergrenze vor, die aktuell für Generationentafeln 2.13 und für Periodentafeln 1.83 Prozent beträgt. Diese Obergrenze darf nur überschritten werden, wenn die Überschreitung sachlich begründbar ist. Und eine risikoreiche Anlagestrategie stellt keinen solchen Grund dar.

### Kritisches Denken ist immer geboten

Der Pensionskassen-Experte sollte in jedem Fall die erwartete Anlagerendite kritisch hinterfragen und plausibilisieren. Nicht nur bei einer anscheinend zu optimistischen, sondern auch bei einer eher pessimistischen Renditeerwartung sollte er dem obersten Organ eine Zweitmeinung empfehlen. Denn eine «falsche» Renditeerwartung hat Konsequenzen für die Festlegung der versicherungstechnischen Parameter.

Mit Blick auf die grosse Bedeutung der erwarteten Rendite für jede Pensionskasse sollte der angegebene Wert (wie auch die Annahmen und die Methodik dahinter) auch vom obersten Organ kritisch hinterfragt werden. Immerhin ist die erwartete Rendite im Zusammenspiel mit der Sollrendite der wohl wesentlichste Parameter zur Beantwortung der Frage, wohin sich der De-

ckungsgrad im Erwartungswert entwickeln wird.

Gerade bei einer hohen erwarteten Rendite ist sicherzustellen, dass sich die Pensionskasse nicht in falscher Sicherheit wiegt und deshalb notwendige Anpassungen unterlässt. Bei einer zu tiefen erwarteten Rendite sind die damit verbundenen Opportunitätskosten zu würdigen.

Eines ist hingegen sicher: Die erwartete Rendite wird nie genau eintreffen. Deshalb ist es so wichtig, den Hintergrund ihrer Bestimmung zu kennen. Und deshalb sollte ein Stiftungsrat in beiden Fällen auch vor einer Zweitmeinung nicht zurückschrecken. ■

### Erwartungen der Aufsicht

Bei der Überwachung der finanziellen Führung einer Vorsorgeeinrichtung steht neben der ALM-Perspektive die Finanzierungssicht im Vordergrund. Bei Letzterer wird beurteilt, ob die Leistungsfähigkeit ausreicht, um die Leistungsversprechen zu finanzieren. Dabei wird die Leistungsfähigkeit durch die (ausgesprochen unsichere) erwartete Rendite geprägt, während die Leistungsversprechen versicherungstechnisch zuverlässig bestimmbar sind.

Aufgrund der zentralen Bedeutung der erwarteten Rendite für die Beurteilung des Experten bezüglich der Finanzierungsstabilität und des technischen Zinssatzes ist eine Plausibilisierung der erwarteten Rendite durch den Experten im Sinne einer bestmöglichen Schätzung unumgänglich. Auch das versicherungstechnisch solideste Haus ist wenig wert, wird es, schlimmstenfalls unbesehen, auf Sand gebaut.

Die Aufsicht plausibilisiert die Empfehlungen des Experten und damit implizit auch die wichtigsten Parameter der Herleitung. Naturgemäss stehen für die Aufsicht bei erwarteten Renditen primär ungewöhnlich hohe Werte im Fokus.

Die Verwendung möglichst belastbarer Parameter als Entscheidungsgrundlage ist im Bereich der finanziellen Führung elementar. Fast noch wichtiger für eine risikoorientierte Aufsicht ist der Umgang der Verantwortlichen (Experten und oberstes Organ) mit den verwendeten Parametern. Nur mit einem angemessenen Bewusstsein für die Limitierungen von Schätzparametern wie der erwarteten Rendite können zweckmässige Empfehlungen gemacht und sachgerechte Entscheidungen gefällt werden.

#### Marek Ondraschek

CFA, Leiter Finance & Risk Management,  
BVS Zürich

<sup>1</sup> Siehe dazu Artikel Weber, Seite 38, und Zusammenstellung auf Seite 40.

Le rendement attendu: également au centre du passif

## Ce que l'expert en caisses de pensions a à dire sur le rendement attendu

Les experts en caisses de pensions sont des spécialistes du passif.

Comme le rendement attendu est au centre de leur recommandation concernant le taux d'intérêt technique, ils doivent étudier d'un œil très critique l'estimation qui leur est proposée en la matière. Si elle paraît irréaliste, un deuxième avis est recommandé.

En ce qui concerne la détermination du rendement escompté et du taux d'intérêt technique, la répartition des rôles se présente généralement comme suit: la caisse de pensions détermine le niveau du rendement net attendu sur la base des informations fournies par son conseiller en placement et son gérant d'actifs, et l'expert en caisses de pensions utilise ces informations pour recommander le niveau du taux d'intérêt technique. Le niveau du rendement attendu est donc d'une grande importance pour le passif. Une importance qui s'est encore accrue depuis la révision de la directive technique DTA 4.

Que doit faire l'expert en caisses de pensions si le rendement attendu lui semble trop élevé ou trop faible?

### Démarche de l'expert illustrée par un exemple

Un exemple simple pour répondre à cette question: la caisse de pensions qui nous sert de modèle affiche un taux de couverture de 110%. Les assurés actifs et les bénéficiaires de rentes disposent d'un capital de prévoyance de hauteur égale et la réserve de fluctuations de valeur s'élève à 10%. Il n'existe pas de réserves supplémentaires. Le taux d'intérêt technique est de 1.5%.

Si l'on fait abstraction de facteurs tels que les effets de trésorerie et les résultats du risque, le rendement visé se situe entre 0.75% (avec rémunération d'intérêt nulle sur le capital de prévoyance des assurés actifs) et 1.5% (avec un taux d'intérêt sur l'épargne de 1.5%, c'est-à-dire, traitement égal des assurés actifs et des

rentiers). Notre caisse de pensions fictive a choisi une stratégie de placement plutôt prudente, avec un rendement attendu que le conseiller en placement chiffre à 1.0%. Qu'est-ce que cela signifie?

#### *Un découvert se profile à l'horizon*

L'égalité de traitement entre assurés actifs et rentiers étant un objectif, l'exigence actuarielle fondamentale selon laquelle le rendement attendu doit être supérieur au rendement cible n'est pas respectée.

En raison du déséquilibre entre le rendement cible et le rendement escompté, le taux de couverture diminue d'environ 0.5 point de pourcentage par an. Cela signifie que la réserve de fluctuations de valeur d'actuellement 10% sera vraisemblablement épuisée au plus tard dans 20 ans, à moins que des contre-mesures ne soient prises sous forme d'un abaissement des taux d'intérêt et d'autres ajustements au passif.

#### *Faut-il agir?*

A première vue, ce déséquilibre entre le rendement attendu et le rendement cible est gérable pendant quelques années grâce à la réserve de fluctuation de valeur. Sauf que la directive technique DTA qui est contraignante pour l'expert en caisses de pensions stipule que le taux d'intérêt technique doit être inférieur au rendement attendu avec une marge appropriée, soit inférieur à 1.0% dans notre exemple.

Cette exigence est loin d'être remplie dans notre caisse de pensions. Compte

#### EN BREF

Des rendements estimés exceptionnellement élevés ou bas devraient être examinés de très près. Dans les deux cas, le conseil de fondation pourrait être amené à prendre des décisions tout sauf optimales, et même dangereuses, pour le financement des prestations.

tenu de la méthode mise au point par le bureau de la caisse de pensions pour la détermination de la marge appropriée, l'expert recommande que le conseil de fondation réduise le taux d'intérêt technique à 0.75%. Comme il reste une marge (temporelle) pour l'exécution de la réduction, on pourra passer à l'acte immédiatement, ou alors procéder par étapes, de 0.25 point de pourcentage par an, par exemple, de sorte que l'objectif soit atteint en trois ans.

Cependant, le conseil de fondation pourrait également prendre la liberté de baisser le taux d'intérêt technique sur une période plus longue, la DTA 4 lui donnant implicitement sept ans pour le faire. L'objectif fixé doit être revu chaque année, car l'environnement de placement,

la capacité de risque et, en particulier, le rendement escompté ne sont pas des paramètres fixes. Selon l'art. 51a LPP, la décision finale sur le niveau du taux d'intérêt technique appartient à l'organe suprême, qui peut s'écarter de la recommandation de l'expert en caisses de pensions.

*Pas de risques plus élevés uniquement à cause du taux d'intérêt technique*

En tout état de cause, il n'est pas recommandé à notre caisse de pensions

### Attentes de la surveillance

Dans le cadre de la surveillance de la gestion d'une caisse de pensions, on s'intéresse non seulement à la perspective ALM, mais aussi à celle du financement. En l'occurrence, il s'agit d'évaluer si la performance est suffisante pour financer les prestations promises. La capacité dépend du rendement (très incertain) attendu des placements, tandis que les prestations promises peuvent être déterminées de manière fiable par les mathématiques actuarielles.

En raison du rôle capital que joue le rendement attendu dans l'évaluation de la stabilité financière et la détermination du taux d'intérêt technique par l'expert, il faut absolument que ce dernier procède à un contrôle de plausibilité du rendement attendu en vue d'obtenir la meilleure estimation possible. Même la maison aux assises actuarielles les plus solides ne vaut pas grand-chose si elle est bâtie sur un terrain de sable, au pire des cas sans même l'analyser.

L'autorité de surveillance vérifie la plausibilité des recommandations de l'expert, et donc implicitement aussi les paramètres les plus importants de la dérivation. Naturellement, ce sont surtout les attentes de rendement exceptionnellement élevées qui retiennent l'attention de l'autorité de surveillance.

L'utilisation de paramètres aussi solides que possible comme base de décision est fondamentale dans le domaine de la gestion financière. La manière dont les responsables (experts et organe suprême) manient ces paramètres est presque encore plus importante pour une surveillance axée sur les risques. Ce n'est qu'en étant bien conscient des limites d'un paramètre d'évaluation tel que le rendement attendu que des recommandations appropriées peuvent être formulées et des décisions appropriées prises.

**Marek Ondraschek**

CFA, Responsable Finance & Risk Management, BVS Zurich

d'augmenter la quote-part d'actions, et donc le rendement escompté, dans le seul but de satisfaire aux exigences de la DTA<sup>4</sup>. Une stratégie de placement devrait être déterminée en fonction de la capacité de risque, de la tolérance au risque et à la rigueur, des opportunités à long terme sur les marchés financiers, et non en raison du niveau du taux d'intérêt technique.

L'expert en caisses de pensions est appelé à examiner de manière critique le rendement attendu de la caisse de pensions. Dans notre exemple, s'il considère que 1.0% est insuffisant, il peut conseiller à la caisse de pensions de solliciter un deuxième avis. En effet, c'est un secret de polichinelle que les avis émis sur les rendements attendus divergent largement selon les modèles de calcul utilisés. Il va sans dire que le rendement escompté déterminé sur la base du deuxième avis ne peut pas non plus être accepté sans la moindre hésitation s'il est sensiblement supérieur à 1.0%.

*Des valeurs élevées peuvent créer une fausse impression de sécurité*

Imaginons maintenant au contraire que notre caisse de pensions ait choisi une stratégie de placement plus agressive: pour un rendement cible et un taux d'intérêt technique de 1.5%, le rendement attendu atteint presque 3%.

À première vue, l'expert en caisses de pensions pourra se dire que tout va pour le mieux: le taux de couverture devrait augmenter, le taux d'intérêt technique est nettement inférieur au rendement escompté.

Mais dans le contexte actuel de faibles taux d'intérêt, l'expert sera sceptique face à cette attente de rendement élevée. Est-elle plausible? Les hypothèses qui sous-tendent le calcul sont-elles peut-être trop optimistes? Ou bien notre caisse de pensions poursuit-elle une stratégie de placement trop risquée? Si telle est la crainte de l'expert, une étude ALM devrait être disponible pour montrer que la stratégie de placement choisie est justifiée.

Là encore, la DTA entre en jeu: si l'attente de rendement relativement élevée de presque 3% de notre caisse de pensions s'avérait justifiée, faut-il en conclure qu'un taux d'intérêt technique de 2% ou plus serait également acceptable? C'est sans doute pour éviter ce genre de di-

lemme que la DTA prévoit un plafonnement général qui s'élève actuellement à 2.13% pour les tables de génération et à 1.83% pour les tables périodiques. Cette limite supérieure ne peut être dépassée que si elle peut être justifiée par des arguments objectivement valables. Et une stratégie de placement à haut risque n'en est pas un.

### Une réflexion critique est toujours nécessaire

En tout état de cause, l'expert en caisses de pensions doit remettre en question de manière critique et plausible le rendement attendu des placements. Non seulement dans le cas d'une attente de retour apparemment trop optimiste, mais aussi dans le cas d'une attente de retour plutôt pessimiste, il devrait recommander à l'organe suprême de se procurer un deuxième avis. Car une «fausse» attente de rendement a des conséquences sur la définition des paramètres actuariels.

Au regard de la grande importance du rendement attendu pour toute caisse de pensions, la valeur déclarée (ainsi que les hypothèses et la méthodologie qui la sous-tendent) devrait également faire l'objet d'un examen critique par l'organe suprême. Après tout, le rendement escompté, en conjonction avec le rendement cible, est probablement le paramètre le plus important pour répondre à la question de savoir dans quel sens le degré de couverture va évoluer en toute probabilité.

En particulier quand le rendement attendu est élevé, il faut veiller à ce que la caisse de pensions, bercée par un faux sentiment de sécurité, n'omette de procéder aux ajustements nécessaires. Si le rendement attendu est trop faible, il faudra tenir compte des coûts d'opportunité associés.

Par contre, une chose est sûre: le rendement effectif ne correspondra jamais exactement au rendement attendu. C'est pourquoi il est si important de connaître le contexte dans lequel ce dernier a été déterminé. Et c'est aussi pourquoi un conseil de fondation ne devrait pas hésiter à se procurer un deuxième avis dans les deux cas. |

**Patrick Spuhler**



vps.epas

# vps.epas-Impulse

Tagung zur Unterstützung der Eigenverantwortung in der 2. Säule

**Donnerstag, 12. November 2020, Zürich**

Unsere Herbsttagung greift aktuelle Probleme und Fragestellungen von Praktikern auf und liefert Anregungen zu Umsetzungen. Praktische Umsetzungsfragen und Fallbeispiele stehen im Zentrum der Referate.

## Begrüssung

**Markus Nievergelt**, lic. iur., Präsident des Verwaltungsrats vps.epas

## Anlagefragen

USA im Zeitalter von Corona und den Wahlen 2020: Folgen für Schweizer Pensionskassen

**Stefan Kull**, Dr. oec. HSG, Dozent Hochschule Luzern Wirtschaft

Auf der Suche nach Renditemöglichkeiten – wie kann die Gefahr der Fehlallokation vermieden werden?

**Marianne Fassbind**, lic. oec. publ., Partner Dynamicsgroup, Stiftungsrätin

Fragen an die Referenten

**Peter Schnider**, Dr. phil. I, Direktor vps.epas

Weitere Informationen finden Sie unter **vps.epas.ch**.  
Programmänderungen vorbehalten.

## Umsetzungs- und Führungsfragen

EL-Reform und Weiterversicherung

**Jovana Janusic**, Aktuarin SAV, c-alm

Bildung und Auflösung von Rückstellungen für Umwandlungssatzsenkungen und Pensionierungsverluste

**Patrick Spuhler**, Pensionskassenexperte, Partner, Prevanto Basel

Risiko Invalidität für die 2. Säule

**Benno Ambrosini**, Pensionskassenexperte, Managing Director, Libera AG

Unterdeckung und ihre Folgen

**André Egli**, zugelassener Revisionsexperte, Partner Balmer-Etienne AG

Milizorgane: Aktuelle Herausforderungen und Lösungsvorschläge

**Markus Freitag**, Professor für politische Soziologie, Universität Bern

Fragen an die Referenten

**Peter Schnider**

**Ort**  
Technopark Zürich,  
Technoparkstrasse 1,  
8005 Zürich

**Zeit**  
08.30 – 12.50 Uhr,  
anschliessend Mittagessen

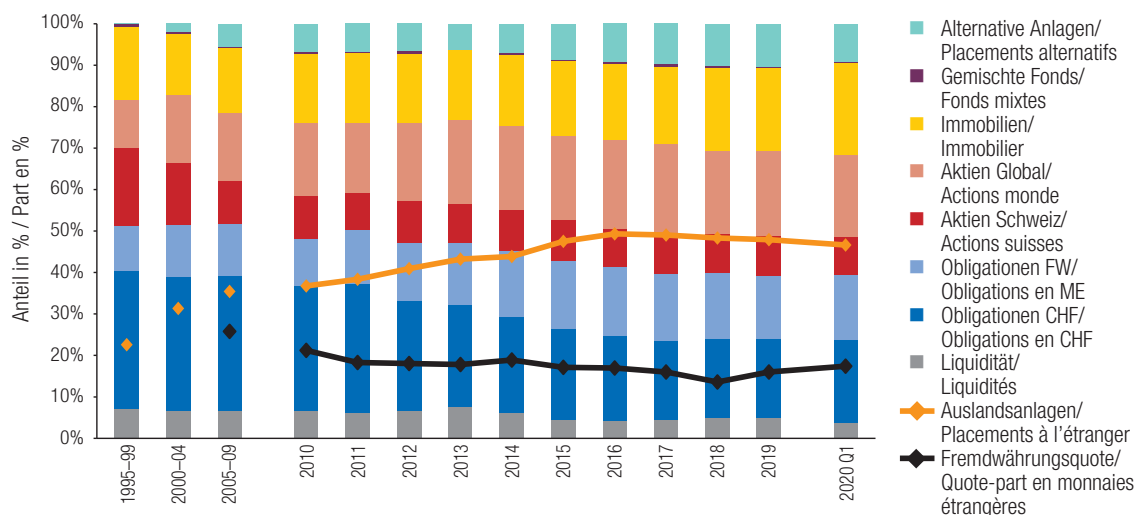
**Kosten, Credit Points und  
Anmeldung unter vps.epas.ch**

**Auskünfte**  
vps.epas  
Simone Ochsenbein  
+41 (0)41 317 07 23  
so@vps.epas.ch  
vps.epas.ch

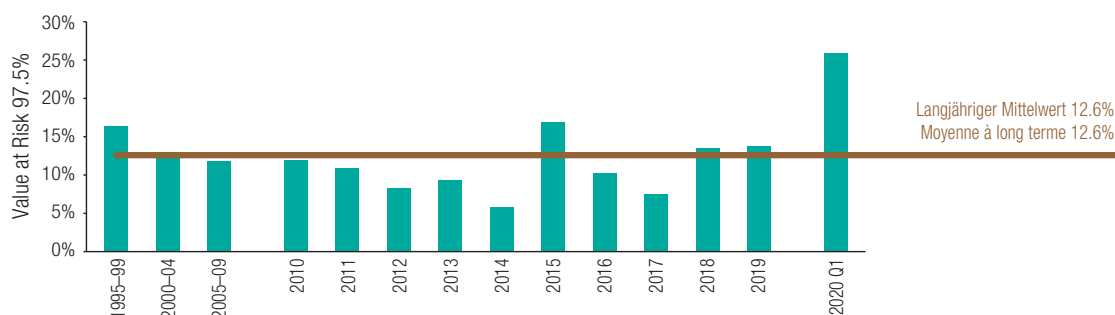
**Partner/Credit Points**



## Anlagemix 2. Säule / Mix de placements 2<sup>e</sup> pilier (Quelle/Source: Complementa AG)



## Verlustpotenzial des Anlagemixes / Potentiel de pertes du mix de placements (Quelle/Source: Complementa AG)



## Fluch und Segen von Derivaten

ho. Derivate werden gerne dem Dunstkreis des Spekulierens und Zockens zugewiesen. Es handelt sich dabei um Kontrakte, die sich auf einen oder mehrere Basiswerte stützen, beispielsweise auf einzelne Aktien, ganze Indizes oder Währungen. Sie dienen primär dem Risikotransfer. Derivate können sehr einfache Formen haben, etwa im Rohstoffbereich, aber auch kunstvoll zu strukturierten Produkten geschnürt werden. Will jemand Zocken, kann er dies mit Derivaten machen. Will jemand sein Portfolio seriös gegen gewisse Risiken absichern, kann er dies aber ebenfalls mit Derivaten tun.

Die letzten Monate haben einmal mehr gezeigt, dass Derivate Fluch und Segen zugleich sein können. Ein für Investoren schmerzhaftes Beispiel ist Wirecard: Der deutsche Finanzdienstleister legte in den vergangenen Wochen einen atemberaubend schnellen Sturz in die Insolvenz hin – dies notabene als DAX-Konzern. In vielen «Barrier Reverse Convertibles», die sich im Retailbereich grosser Beliebtheit erfreuen, ist Wirecard enthalten – mit der Folge, dass die Käufer der Produkte nun mit einer Zinszahlung von vielleicht 8 Prozent auf einem Haufen wertloser Papiere sitzenbleiben. Umgekehrt halfen Derivate gerade institutionellen Investoren im Frühling, als phasenweise ganze Portfolios quasi illiquide wurden, die Risiken zu steuern, ohne Papiere zu schlechten Preisen verkaufen zu müssen.

So wie die Schönheit von Derivaten im Auge des Käufers liegt, liegt auch ihr Nutzen in seinen Händen. |

## Calamité et bénédiction des produits dérivés

ho. Une aura de spéculation et de jeu entoure les produits dérivés. Il s'agit en fait de contrats basés sur un ou plusieurs actifs sous-jacents tels que des actions individuelles, des indices entiers ou des devises. Leur rôle est avant tout de transférer des risques. Les produits dérivés peuvent avoir des formes très simples, par exemple dans le secteur des matières premières, mais il peut aussi s'agir de produits avec une structure très élaborée. Le joueur peut parier sur les produits dérivés. Celui qui veut couvrir son portefeuille le plus sérieusement du monde y trouve également son compte.

Les derniers mois ont montré une fois de plus que les produits dérivés peuvent être à la fois une calamité et une bénédiction. L'exemple de Wirecard en est une illustration douloureuse pour les investisseurs. Dans les semaines récentes, le prestataire de services financiers allemand a fait une chute vertigineuse pour s'approcher dangereusement de l'insolvabilité – et ce en tant que société cotée au DAX, il faut le préciser. Wirecard est contenu dans de nombreux «barrier reverse convertibles», très populaires dans le segment de détail. Avec pour conséquence que les acheteurs de ces produits se retrouvent avec un taux d'intérêt de l'ordre de 8% et des tas de papiers sans valeur sur les bras. A l'inverse, les produits dérivés ont aidé les investisseurs, notamment institutionnels, à gérer les risques au printemps sans avoir à vendre des titres à mauvais prix lorsque des portefeuilles entiers sont devenus pratiquement illiquides par phases.

Tout comme la beauté des produits dérivés est dans l'œil de celui qui les achète, leur utilité est entre ses mains. |

Die wirtschaftlichen Folgen fordern auch Investoren heraus

# Anlagestrategie neu gedacht

Angesichts der Wirtschaftskrise gibt es zwei Gruppen von institutionellen Investoren: Die einen halten an ihrer langfristigen strategischen Asset-Allokation fest, die anderen überprüfen sie – um ihre Portfolios völlig neu auszurichten, passend zur neuen Normalität nach der Pandemie.

## IN KÜRZE

Schweizer Pensionskassen können ihre Allokation anhand von vier thematischen Inputs überdenken. Eine starke Positionierung in Schweizer Werten ergibt auch zukünftig Sinn.

Schweizer Pensionskassen sind im internationalen Vergleich in einer besonderen Position: Ein Portfolio aus Schweizer Anleihen und einer grossen Position hochwertiger Large Caps aus dem Swiss Market Index (SMI) gilt als defensiv und wirksamer Schutz vor Extremrisiken.

Zweifellos war dies auch im ersten Quartal 2020 so. Doch für die Zukunft stellen sich insbesondere zwei Fragen: Soll stärker international investiert werden, und empfiehlt sich weiterhin eine klassische Kombination aus Aktien, Anleihen und Immobilien?

## Rendite und Diversifikation

Geändert haben sich auf jeden Fall die Eigenschaften von Staatsanleihen der Industrieländer. Seit 20 Jahren entwickeln sich die Zinsen Richtung null, und in den letzten Monaten hat sich der Abwärtstrend noch einmal verstärkt.

Abgesichert in Schweizer Franken ist die Rendite des Citi-World-Government-Bonds-Index mit minus 0.1 Prozent im negativen Bereich, ohne Währungsabsicherung liegt sie noch bei knapp 0.5 Prozent. Warum sollte man daher internationale Staatsanleihen halten, wenn man mit ihnen nichts verdienen kann und in Krisenzeiten kein Mehrertrag gegenüber Schweizer Obligationen zu erwarten ist?

Die grössten Herausforderungen für Aktien wiederum sind der plötzliche Volatilitätsanstieg und die schrumpfende Weltwirtschaft. Seit Jahresbeginn sind internationale Aktien um fast sieben Prozentpunkte hinter Schweizer Titeln zurückgeblieben (Stand 20. Mai). Auch hier stellt sich die Frage: Welche internationalen Aktien eignen sich denn am besten als Ergänzung einer Kernposition aus hochwertigen Schweizer Large Caps?

Was verspricht echte Diversifikation und gute Wachstumsperspektiven?

## Vier Themen angehen

Schweizer Pensionsfonds sollten daher prüfen, welche Investmentthemen ihre Asset-Allokation abdeckt. Insbesondere haben durch die Pandemie vier Themen an Relevanz gewonnen (siehe Grafik).

### Nachhaltige laufende Erträge

Dieses Thema ist spätestens seit der Finanzkrise 2008 wichtig geworden. Weil die Ausfallquoten von Anleihen durch die Pandemie wohl deutlich steigen, muss man genauer auf die Nachhaltigkeit der Erträge achten.

Ein simpler, benchmarknaher Staatsanleihenansatz, ergänzt um einzelne Unternehmensanleihen, ist schon seit langem problematisch. Interessanter könnte ein Konzept sein, das keine Assetklassen mit laufenden Erträgen a priori ausschliesst. Die Auswahl an renditestarken Qualitätstiteln wäre grösser, und man wäre nicht mehr auf Märkte angewiesen, deren Zinsvorsprung in den letzten zehn Jahren abgenommen hat.

Viele Assetklassen könnten hierfür infrage kommen: von den qualitativ hochwertigen Unternehmensanleihen über High Yield, Loans, Collateralized Loan Obligations (CLO), Asset-Backed Securities (ABS), Emerging-Market-Anleihen, Hybrid-Industrieanleihen bis hin zu Infrastrukturinvestments. Selbst Aktienoptionen sind denkbar, da sie Optionsprämien in Aussicht stellen.

### Regimewechsel bei Aktien

Der Schweizer Markt dürfte wegen seiner hohen Qualität auch weiterhin vom Regimewechsel bei Aktien profitie-



**Joe McDonnell**

Head of Portfolio Solutions EMEA,  
Neuberger Berman

ren. Dennoch können internationale Aktien interessant sein, da andere Länder stärker wachsen. Investoren sollten dabei auf andere Schwerpunkte setzen als in der Schweiz und Faktoren wie Value, also günstige Bewertungen, oder Income – laufende Erträge – höher gewichten.

Ausserdem kann man mit aktivem Management Einzelwerte finden, die von der Pandemie tendenziell profitieren. Mit einer themenorientierten Aktienstrategie kann man etwa in neuen Entwicklungen wie New Work, digitale Bildung und Telemedizin investieren.

*Fehlbewertungen*

Noch wissen wir nicht, wie lang und tief die Rezession infolge der Pandemie sein wird. Entsprechend schwierig sind Fehlbewertungen zu erkennen, also Diskrepanzen zwischen Marktpreisen und Fundamentaldaten. Dennoch dürfte im Laufe der Zeit manches klarer werden, sodass nachhaltige Marktverzerrungen deutlicher zu erkennen sind.

Grundsätzlich können Investoren mit freier Liquidität jetzt überdurchschnittlich verdienen. Vor allem bei Private Cre-

dit, Private-Equity-Sekundärmarktanlagen und Co-Investments sehen wir günstige Bewertungen.

*Alternative Alphaquellen*

Schliesslich halten wir es stets für wichtig, über alternative Alphaquellen nachzudenken. Schweizer Pensionsfonds sollten sich in diesem Zusammenhang zwei Fragen stellen: Welche Strategien verringern die Extremrisiken meines Portfolios? Und welche speziellen Wachstumsstrategien sind interessant?

Extremrisiken lassen sich beispielsweise mit marktneutralen Hedgefonds-Strategien verringern. Insurance Linked Securities, deren Erträge nicht von Finanzmarktrisiken, sondern vom Risiko einer Naturkatastrophe abhängen, sind ein Beispiel für eine alternative Wachstumsstrategie. Wer eine etwas geringere Liquidität in Kauf nimmt, hat deutlich mehr Chancen.

**Die Stärken der Schweiz nutzen**

Aufgrund des massiven Renditerückgangs infolge der Pandemie sollten Schweizer Pensionskassen den üblichen

Anteil von 10 bis 20 Prozent Staatsanleihen von Industrieländern überdenken.

Äusserst wichtig dabei ist, den hohen Anteil von Schweizer Anleihen und Aktien, zusammen oft 30 bis 50 Prozent, zu berücksichtigen. Diese Anlagen passen nicht nur gut zur Verbindlichkeitsstruktur, sondern sind auch recht defensiv und schützen vor hohen Verlustrisiken.

Bei internationalen Beimischungen bietet sich deshalb ein «Barbell-Ansatz» an, mit Investmentgrade-Unternehmensanleihen einerseits und alternativen Alphaquellen mit laufendem Ertrag sowie Substanzwerten, dividendenstarken Aktien und Aktien-Themeninvestments andererseits. Auf klassische Staatsanleihen- und Aktieninvestments würde man hingegen verzichten, weil sie sich von Schweizer Inlandstiteln letztlich nur wenig unterscheiden.

Insgesamt sollten Schweizer Pensionsfonds also auf der Basis eines starken Inlandsportfolios auch auf neue internationale Entwicklungen setzen. Dabei sollten sie in Märkte investieren, die Mehrertrag versprechen. |

**Key-Investment-Themen bei aussergewöhnlicher Ungewissheit und anhaltend erhöhter Volatilität**

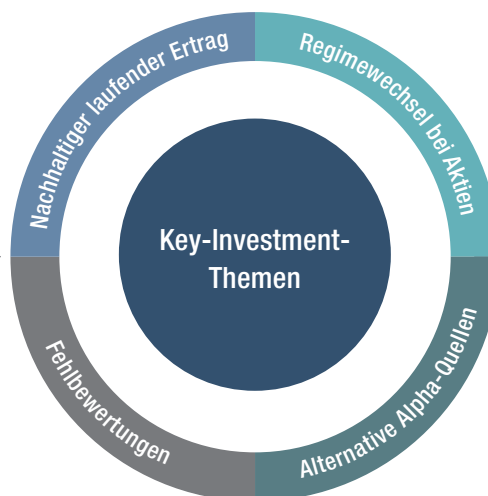
Der beispiellose Konjunkturschock wird risikobehaftete Wertpapiere noch länger begleiten. Um die Marktvolatilität nutzen zu können, muss man flexibel sein.

**Nachhaltiger laufender Ertrag**

Krisenfeste Strategien, die laufenden Ertrag und höhere Renditen erwarten lassen – da Dividenden fallen, Zahlungsausfälle zunehmen und es immer mehr negativ verzinsliche Staatsanleihen gibt.

**Fehlbewertungen**

Identifizierung von qualitativ hochwertigen Vermögenswerten, welche durch die jüngsten Ereignisse falsch bewertet wurden.



**Regimewechsel bei Aktien**

Niedrige Zinssätze werden Investoren wahrscheinlich dazu bewegen, nach höheren Risikoprämien Ausschau zu halten; das ist günstig für Qualitätsunternehmen mit Durchhaltevermögen.

**Alternative Alpha-Quellen**

Strategien, deren Erträge möglichst nicht mit der Markttrichtung korrelieren.

Les investisseurs également mis au défi par les conséquences économiques

# La stratégie de placement repensée

Face à la crise économique, les investisseurs institutionnels se scindent en deux groupes: certains conservent leur allocation stratégique d'actifs à long terme, tandis que d'autres la revoient et réalignent complètement leur portefeuille afin de l'adapter à la nouvelle normalité post-pandémique.

## EN BREF

Les caisses de pensions suisses peuvent reconsidérer leur allocation sur la base de quatre axes thématiques. Un positionnement fort dans les valeurs suisses restera une option sage à l'avenir aussi.

Les caisses de pensions suisses sont dans une situation particulière en comparaison internationale: un portefeuille composé d'obligations suisses et d'une exposition importante aux grandes capitalisations de haute qualité du Swiss Market Index (SMI) est considéré comme une protection défensive et efficace contre les risques extrêmes.

Il ne fait aucun doute que ce fut bien le cas au premier trimestre 2020. Et pourtant, des questions se posent pour l'avenir, en particulier les deux suivantes: faudrait-il investir davantage à l'échelle internationale et une combinaison classique d'actions, d'obligations et d'immobilier est-elle encore recommandée?

### Rendement et diversification

Ce qui a en tout cas changé, ce sont les caractéristiques des obligations souveraines des pays industrialisés. Les taux d'intérêt se rapprochent de zéro depuis 20 ans et, ces derniers mois, la tendance à la baisse s'est à nouveau intensifiée.

Couvert en francs suisses, le rendement de l'indice Citi-World-Government-Bonds est négatif à moins 0.1%; sans couverture du risque de change, il atteint tout juste encore 0.5%. Alors pourquoi détenir des obligations d'Etat internationales si l'on ne peut rien en tirer et qu'aucun rendement supplémentaire n'est à attendre en temps de crise par rapport aux obligations suisses?

Quant aux actions, leurs plus grands défis sont l'augmentation soudaine de la volatilité et le rétrécissement de l'économie mondiale. Depuis le début de l'année, les actions internationales sont en retard de près de sept points de pourcen-

tage sur les actions suisses (au 20 mai). Ici aussi, la question se pose: quelles sont les actions internationales les plus aptes à compléter une position centrale de grandes capitalisations suisses de qualité? Qu'est-ce qui promet une véritable diversification et de bonnes perspectives de croissance?

### Quatre thèmes sur lesquels se pencher

Les caisses de pensions suisses devraient donc examiner quels thèmes d'investissement couvrent leur allocation d'actifs. Quatre thèmes en particulier ont gagné en pertinence à la suite de la pandémie (voir le tableau).

#### *Des revenus réguliers durables*

Ce sujet est devenu important au plus tard suite à la crise financière de 2008. Comme les taux de défaillance des obligations vont sans doute augmenter considérablement en raison de la pandémie, il faut accorder une plus grande attention à la durabilité des revenus.

Une approche simple des obligations d'Etat, alignée sur celle du benchmark et complétée d'obligations d'entreprises individuelles, est problématique depuis déjà un certain temps. Un concept qui n'exclut d'emblée aucune classe d'actifs à revenu régulier pourrait présenter plus d'intérêt. Le choix de titres de qualité à haut rendement serait plus grand et on ne serait plus dépendant de marchés dont l'avantage de taux d'intérêt a fondu au cours des dix dernières années.

De nombreuses catégories d'actifs pourraient entrer en ligne de compte à cette fin: des obligations d'entreprises de haute qualité en passant par les prêts à



haut rendement, les obligations de prêt garanties (CLO), les titres adossés à des actifs (ABS), les obligations des marchés émergents, les obligations d'entreprises hybrides et les investissements dans les infrastructures. Même les stock-options sont envisageables, car elles offrent la perspective de primes d'option.

#### Changement de régime pour les actions

En raison de sa grande qualité, le marché suisse devrait continuer à bénéficier du changement de régime des actions. Néanmoins, les actions internationales peuvent être intéressantes car d'autres pays connaissent une croissance plus rapide. Les investisseurs devraient y placer leurs priorités autrement qu'en Suisse et pondérer davantage des facteurs tels que la valeur, c'est-à-dire les évaluations favorables ou les revenus réguliers.

En plus, la gestion active peut permettre de découvrir certains titres individuels qui ont tendance à profiter de la pandémie. Une stratégie actions axée sur des thèmes peut être utilisée pour investir dans de nouveaux développements tels que le New Work, l'éducation numérique et la télémédecine.

#### Erreurs de jugement

Nous ne savons pas encore quelle sera la durée et la profondeur de la récession résultant de la pandémie. Il est par conséquent difficile d'identifier les évaluations erronées, c'est-à-dire les écarts entre les prix du marché et les données fondamen-

tales. Néanmoins, certaines choses devraient se préciser avec le temps, de sorte à faire ressortir plus clairement les distorsions durables du marché.

En principe, les investisseurs disposant de liquidités libres peuvent actuellement gagner plus que la moyenne. Nous constatons des valorisations favorables, notamment pour le crédit privé, les investissements sur le marché secondaire des capitaux privés et les co-investissements.

#### Sources d'alpha alternatives

Enfin, nous pensons qu'il est toujours important d'envisager des sources d'alpha alternatives. Dans ce contexte, les caisses de pensions suisses doivent se poser deux questions: quelles stratégies réduisent les risques extrêmes de mon portefeuille? Et quelles stratégies de croissance spécifiques sont intéressantes?

Les risques extrêmes peuvent être réduits, par exemple, grâce à des stratégies de hedge funds neutres par rapport au marché. Les titres liés à l'assurance, dont le rendement dépend du risque d'une catastrophe naturelle plutôt que des risques des marchés financiers, sont un exemple de stratégie de croissance alternative. En acceptant un niveau de liquidité un peu plus faible, on se crée beaucoup plus d'opportunités.

#### Exploiter les atouts de la Suisse

Compte tenu de la chute massive des rendements due à la pandémie, les caisses

de pensions suisses devraient reconsidérer leur exposition habituelle (10 à 20%) aux obligations gouvernementales émises par les pays industrialisés.

Il est extrêmement important de garder à l'esprit la forte proportion d'obligations et d'actions suisses qui atteint souvent 30 à 50% au total. Non seulement ces investissements s'intègrent bien dans la structure des engagements, mais ils sont également assez défensifs et protègent contre les risques élevés de perte.

Pour les additions internationales, il est donc conseillé d'adopter une «approche barbell» avec d'une part des obligations d'entreprises de qualité, et d'autre part des sources d'alpha alternatives à revenu régulier, ainsi que des placements en valeur intrinsèque, en actions à dividendes élevés et en actions thématiques. Par contre, il faudrait renoncer aux placements traditionnels en obligations souveraines et en actions classiques qui ne diffèrent finalement que légèrement des titres domestiques suisses.

Dans l'ensemble, les caisses de pensions suisses, fortes d'un portefeuille domestique solide, devraient donc en outre miser sur les nouveaux développements internationaux et s'engager dans des marchés qui promettent des rendements plus élevés. |

Joe McDonnell

## Thèmes d'investissement clés en période d'incertitude exceptionnelle et de volatilité élevée persistante

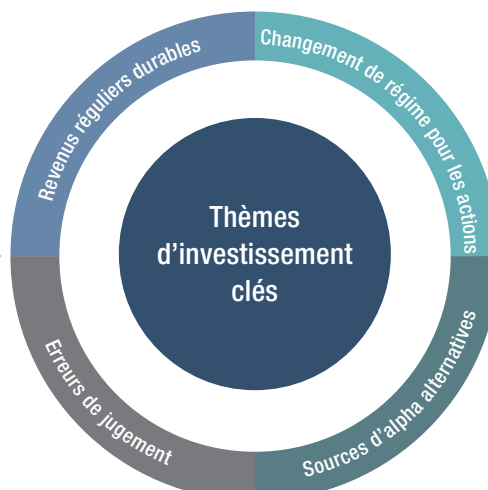
Le choc économique sans précédent accompagnera encore les titres à risque pour pas mal de temps. Pour tirer parti de la volatilité du marché, il faut faire preuve de flexibilité.

#### Revenus réguliers durables

Des stratégies à l'épreuve d'une crise qui promettent un revenu régulier et des rendements plus élevés – vu que les dividendes s'amenuisent, les défauts de paiement augmentent et que de plus en plus d'obligations souveraines génèrent un intérêt négatif.

#### Erreurs de jugement

Identification d'actifs de haute qualité qui ont été mal évalués dans le contexte des événements récents.



#### Changement de régime pour les actions

La faiblesse des taux d'intérêt est susceptible d'encourager les investisseurs à rechercher des primes de risque plus élevées, ce qui est une bonne chose pour les entreprises de qualité qui ont les reins solides.

#### Sources d'alpha alternatives

Stratégies dont les revenus corréleront le moins possible avec la direction du marché.

## Immobilien Ausland

# Unsichere Bewertungen, eingeschränkte Liquidität

Die Corona-Pandemie liess im März nicht nur Aktien einbrechen, sondern auch kotierte Immobilienfonds. Wie soll man sich als Investor in einer solchen Situation verhalten und welcher Einfluss ist auf nicht-kotierte Anlagen zu erwarten? Wie sehen die Perspektiven ausländischer Immobilien für Schweizer Pensionskassen aus?

---

## IN KÜRZE

Indirekte Investitionen in ausländische Immobilien erfordern aktuell eine genaue Beobachtung. Insbesondere die Themen Gleichbehandlung der Investoren und Liquidität stehen oben auf der Agenda.

---

Die Angst vor einer Pandemie mit weltweiter Ausgangssperre lässt die Aktienmärkte gegen Ende März 2020 um fast 40 Prozent einbrechen, gewisse kotierte Immobiliengesellschaften sogar um fast 50 Prozent. Bei privaten Immobilienanlagen in offenen Core-Fonds war grosser Diskussionsbedarf vorhanden bezüglich des Einflusses auf die Immobilienwerte im ersten Quartal 2020 (Q1). Da die meisten Bewertungen bereits Anfang März stattfanden, widerspiegelten sie den Einfluss von Covid-19 noch nicht.

### Wie ist der Unsicherheit Rechnung zu tragen?

Die Auswirkungen von Covid-19 lassen sich auch heute noch nicht vollständig abschätzen. Immobilien-Vereinigungen (beispielsweise die Standesorganisationen NCREIF, INREV oder ANREV) haben rasch Diskussionsplattformen geboten. In den Regionen Nordamerika, Asien und Europa einigte man sich darauf, dass die bereits erfolgten Bewertungen nochmals angepasst würden – ergänzt mit einer Fussnote «wesentliche Bewertungsunsicherheit». Die australischen Fonds wechselten sogar sofort in einen monatlichen externen Bewertungszyklus des vollen Portfolios, wobei auch diese mit einer «Bewertungsunsicherheitsklausel» erfolgen.

### Erfahrungen von Publica

Als Investorin in zwölf solcher privaten Immobilienfonds (siehe Kasten) stellte sich Publica relativ rasch die Frage, ob eine zusätzliche Wertberichtigung nötig sei. Hierzu wurde schon bei Beginn der Investitionen in diese Anlageklasse

ein Prozess definiert, der regionale kotierte Immobiliengesellschaften, Zinssätze und andere ökonomische Kennzahlen auf monatlicher Basis überwacht und bei Verletzung gewisser Schwellenwerte eine Diskussion mit dem Management über einen Wertberichtigungsbedarf während des Quartals vorsieht. Dies, weil die Fonds grösstenteils quartalsweise bewertet werden.

Auch Ende März 2020 wurden die Fonds kontaktiert, um vorausschauend zu eruieren, ob bereits eine Indikation über zukünftige Verluste vorhanden ist. Aufgrund des Zeitpunkts Ende März, kurz vor Quartalsende, und der grossen Unsicherheit war es jedoch nicht möglich, objektiv eine sinnvolle Wertberichtigung zu vollziehen. Die Bewertenden stützen sich vielfach auf den Transaktionsmarkt, der beinahe zum Erliegen kam. Die Auswirkungen von Covid-19 auf die Immobilienwerte waren deshalb nur schwer abschätzbar und die vorgenommenen Anpassungen der Fonds konzentrierten sich auf Annahmen bezüglich Mietwachstum, Leerstandsquote und Wiedervermietung. Bei langfristigen Mietverträgen in einem diversifizierten Core-Portfolio haben diese Parameter einen nur sehr kleinen Einfluss auf die Immobilienwerte. Eine zusätzliche Wertberichtigung war zu diesem Zeitpunkt schlichtweg objektiv nicht zu quantifizieren.

### Wie ist mit Zeichnungen und Rücknahmen zu verfahren?

Aus dieser Problematik ergab sich ein weiterer relevanter Punkt: Da die Fonds offen sind, können quartalsweise Zeich-



**Tobias Marcin**  
CAIA,

Private Markets Specialist,  
PUBLICA

nungen und Rücknahmen erfolgen. Sollte ein Fonds die Werte nur unsicher festhalten können, ist darin ein gewisses Risiko enthalten, dass Investoren zu «falschen» Preisen ein- oder aussteigen.

Kapitalabrufe wurden bereits Ende März von den Fonds aufgeschoben beziehungsweise von Publica nicht instruiert. Insbesondere im Falle einer zukünftigen Wertkorrektur wäre es für einen langfristigen Anleger unvorteilhaft, wenn andere Investoren bei zu hohen Preisen aussteigen könnten.

Da die Fristen für Rückgaben bei den meisten Fonds bereits Mitte Februar lagen, also noch vor den ersten Pandemieanzeichen, und die Rücknahmen nur geringe Summen umfassten, entschieden sich die meisten Fonds, die Rückzahlungen zum vorherrschenden «unsicheren» Q1-Preis vorzunehmen. Wegen der zunehmenden Unsicherheit im Verlauf des zweiten Quartals und der höheren Rücknahmegesuche haben sich mittlerweile viele US-Fonds dazu entschlossen, die Fonds zu schliessen oder Auszahlungen zu begrenzen. In Europa (Ausnahme UK) und Asien zeichnet sich diese Tendenz noch nicht ab.

Als langfristige Anlegerin begrüsst Publica den Mechanismus, dass ein Fonds bei materiellen Gründen Kapitalflüsse verhindern kann. Immobilien sind von Natur aus illiquid, was bei Verkaufszwang zu negativen Folgen für den Fonds und die Investoren führt. Um hohe Rücknahmeforderungen zu bedienen, müssten Immobilien mit teils hohen Abschlägen verkauft oder zusätzliches

Fremdkapital aufgenommen werden. Ein Aussetzen des Kapitalflusses kann die Interessen von aussteigenden, verbleibenden und zukünftigen Investoren am besten vereinen.

### Illiquidität korrekt abbilden

Hier kommt aus strategischer Sicht ein wichtiger Punkt ins Spiel: Anleger sollten sich der Illiquidität solcher Anlagen bewusst sein und diese in einer ALM-Studie korrekt abbilden. Obwohl die Fonds als offen gelten, können sie von den Fondsgesellschaften in unsicheren Zeiten geschlossen werden. Es gibt zwar einen funktionierenden Sekundärmarkt, bei diesem sind jedoch Abschläge möglich. Es ist deshalb in einer ALM-Studie darauf zu achten, dass andere Anlageklassen die in Krisen benötigte Liquidität aufweisen.

Alle zwölf Fonds haben zeitnah und transparent informiert – ein wichtiger Punkt für die Fonds, um das Vertrauen von Investoren nicht zu verlieren. Bei den täglichen Telefonkonferenzen, Artikeln und privaten Diskussionen geht der Überblick relativ schnell verloren. Ein Tool hat geholfen, Fonds zu vergleichen, Gremien laufend zu informieren und durch diese unsichere Zeit zu navigieren. Pro Fonds wurden unter anderem die aktuelle und erwartete Preisentwicklung, die Bewertungspraxis, die aktuellen Rücknahmen/Zeichnungen und wie viel effektiv davon umgesetzt wird, die Liquidität der Fonds und deren Fremdkapitalquote, der Einzelhandel sowie die zukünftigen Portfoliotransaktionen erfasst.

### Diversifikation bleibt zentral

Es ist offensichtlich, dass gewisse Sektoren wie Hotellerie und Einzelhandel (Non-Food) am stärksten unter der Krise leiden. Vieles hängt davon ab, wie lange Ausgangssperren aufrechterhalten blei-

### Handlungsempfehlungen

#### Bedarf für Wertberichtigung abklären

Bei quartalsweiser Bewertung kann es sinnvoll sein, einen Prozess zu definieren, um in Krisensituationen bereits frühzeitig eine Wertberichtigung vornehmen zu können.

#### Diskussion mit den Fonds aufnehmen

Zusätzlich zu den offiziellen Kanälen der Fonds ist es hilfreich, Fragen privat mit dem Fondsmanagement zu diskutieren.

#### Bei ALM-Studie korrekte Annahmen definieren

Auch offene Fonds im Bereich Core-Immobilien können schliessen, was zu einer illiquiden Anlage führt. Bei einer ALM-Studie sollten adäquate Annahmen hinterlegt werden. Es handelt sich um eine Anlageklasse mit einem langfristigen Anlagehorizont, die nicht geeignet ist für Kurzfristigkeit oder Liquiditätsbedarf.

#### Diversifizieren über Regionen und Sektoren

Nur in einzelne Sektoren oder Regionen investiert zu sein, führt zu einem idiosynkratischen Risiko. Es sollte bewusst breit diversifiziert investiert werden.

#### Übersicht und Information als Führungsinstrument

Die breite Information und Transparenz der Fonds sollte geeignet aggregiert werden, um internen und externen Informationsbedürfnissen nachzukommen.

WERBUNG

PUBLICITÉ

Albin Kistler



ZEITGEMÄSSE VORSORGE

Mit bewährter Anlagephilosophie.

Wir halten Wort.

ben und ob eine zweite Welle zu erneuten Einschränkungen führen wird.

Für Anleger ist es auch im Bereich Immobilien wichtig, über alle Regionen und Sektoren diversifiziert zu investieren. Immobilien in New York City leiden stärker als in anderen amerikanischen Regionen, in Asien hat sich die Situation früher entspannt als in Europa oder Amerika. Sektoren wie Logistik oder Residential helfen zudem, Verluste im Bereich Hotellerie auszugleichen.

### Und die Anlagestiftungen?

Da die meisten Schweizer Pensionskassen nicht direkt in Immobilienfonds investieren, sondern meistens über Anlagestiftungen oder Dachfonds, soll abschliessend noch die Brücke zu solchen Investitionsformen geschlagen werden. Die oben beschriebenen Überlegungen

gelten natürlich für das Fondsmanagement solcher Anlageformen gleichermaßen, und es sollte sichergestellt sein, dass jederzeit ein Überblick über die zugrundeliegenden investierten Fonds möglich ist, der eingesehen werden kann.

Zusätzlich stellen sich die Fragen der Bewertung und der Liquidität auf Stufe Fondsvehikel: Ist es möglich, quartalsweise Zeichnungen und Rücknahmen vorzunehmen, und können diese zu einem verlässlichen Preis vorgenommen werden? Ist genügend Liquidität vorhanden? Wie geht der Dachfonds damit um, wenn plötzlich Rückzahlungen gefordert werden, seine zugrundeliegenden Fonds jedoch geschlossen wurden? Auch für Immobilien-Dachfonds sollten in einer ALM-Studie korrekte Annahmen hinterlegt sein, da die Liquidität in Krisen eingeschränkt werden könnte. |

### Wie Publica im Bereich Immobilien investiert

#### Schweiz

Nur Direktimmobilien.

#### Ausland

Zwölf offene Core-Fonds wurden in den Regionen USA, Australien, Pan-Asien und Europa selektiert. Es wird in qualitativ hochwertige Liegenschaften an besten Lagen investiert (Core). Publica investiert direkt in diese Fonds und bildet somit selber einen kleinen Dachfonds.

WERBUNG

PUBLICITÉ

## Auf Ihre Kompetenz und Erfahrung bauen wir!

Im Produktmanagement sorgen wir dafür, dass wir unseren Kunden verständliche Produkte und Dienstleistungen zu attraktiven Konditionen anbieten können. Für die bankeigene Vorsorge- und Freizügigkeitsstiftung sind wir für die Geschäftsführung verantwortlich und sind das Bindeglied zwischen dem Stiftungsrat und der Bank. Ausserdem unterstützen wir den Vertrieb und die Administration der Vorsorgedienstleistungen sowie die Buchführung der Vorsorge- und Freizügigkeitsstiftung.

Sie waren beispielsweise Geschäftsführerin einer Vorsorgeeinrichtung und möchten nun nach einer Mutterschaftspause wieder mit einem Teilzeitpensum in Ihre Berufung einsteigen? Sie gehen den Dingen auf den Grund, haben ein Flair für Vorsorgethemen und überzeugen mit einem ausgeprägten analytischen Denken? Dann sind Sie bei uns richtig als

## Fachspezialist Vorsorge- und Freizügigkeitsstiftung (w/m)

Pensum: 40%

Arbeitsort: Wallisellen

### Ihre Aufgaben

- Unterstützung des Geschäftsführers der Vorsorge- und Freizügigkeitsstiftung der Migros Bank
- Erarbeitung von Entscheidungsgrundlagen für den Stiftungsrat und Umsetzung der Entscheide
- Interaktion mit der Stiftungsaufsichtsbehörde und der internen und externen Revision
- Verantwortung für die Prozessausgestaltungen, für das Formularwesen und für die Reglemente der beiden Stiftungen
- Überwachung der rechtlichen Rahmenbedingungen und Einleiten von geeigneten Massnahmen
- Mitverantwortung für den Produktlebenszyklus für unsere Vorsorge- und Freizügigkeitsprodukte

### Unsere Anforderungen

- Fachhochschul- oder Universitätsstudium auf Stufe Bachelor in Wirtschafts- oder Rechtswissenschaften oder relevante Weiterbildung auf Stufe Höhere Fachprüfung/ Höhere Fachschule
- Berufserfahrung bei einer Vorsorgestiftung oder im Produktmanagement im Vorsorgebereich einer Bank oder einer Versicherung
- Gute Kenntnisse des Schweizer Vorsorgesystems
- Gute analytische und konzeptionelle Fähigkeiten
- Hohe Affinität zu regulatorischen und rechtlichen Fragestellungen
- Sehr gute mündliche und schriftliche Ausdrucksweise in Deutsch

### Ihr Vorsorge-Know-how ist gefragt.

Helfen Sie mit, die Produkt- und Dienstleistungspalette der Vorsorge- und Freizügigkeitsstiftung der Migros Bank noch attraktiver zu gestalten und sie so auszugestalten, dass sowohl für Kunden als auch für die Bank Mehrwerte generiert werden. Sie erwarten eine Stelle mit Gestaltungsmöglichkeit, ein modernes Arbeitsumfeld sowie die Vorzüge der Migros-Gemeinschaft. Unsere Büros befinden sich in Wallisellen, ca. 8 Gehminuten vom Bahnhof bzw. 1 Minute von der Tramhaltestelle entfernt.

Bei der Migros Bank zu arbeiten, lohnt sich. Unter migros-gruppe.jobs finden Sie sämtliche Angebote und Vergünstigungen für Mitarbeitende.

Wir freuen uns auf Ihre vollständige Online-Bewerbung unter migrosbank.ch/jobs. Ihre Anfrage werden wir selbstverständlich vertraulich behandeln.

**MIGROS BANK**

Immobilier à l'étranger

# Des évaluations incertaines, une liquidité restreinte

La pandémie du coronavirus a fait chuter non seulement les actions en mars, mais aussi les fonds immobiliers cotés en bourse. Comment les investisseurs doivent-ils se comporter dans une telle situation et quelle influence peut-on attendre sur les investissements non cotés?

Quelles sont les perspectives de l'immobilier étranger pour les caisses de pensions suisses?

La peur d'une pandémie et les mesures de confinement dans le monde entier ont provoqué une chute des marchés boursiers de près de 40% vers la fin mars 2020, et même de près de 50% pour certaines sociétés immobilières cotées en bourse. Pour les investissements immobiliers privés dans des fonds «core» ouverts, il y avait un grand besoin de discuter de l'impact sur la valeur des biens immobiliers au premier trimestre 2020 (T1). Comme la plupart des évaluations avaient déjà eu lieu à début mars, elles ne reflétaient pas encore l'influence de Covid-19.

## Comment tenir compte de l'incertitude?

Même aujourd'hui, on n'a pas encore pu prendre toute la mesure des effets de Covid-19. Les associations des professionnels de l'immobilier (telles que les organisations NCREIF, INREV ou ANREV) ont rapidement fourni des plateformes de discussion. Dans les régions Amérique du Nord, Asie et Europe, il a été convenu que les évaluations déjà effectuées allaient être ajustées sous forme d'une note de bas de page «incertitude significative en matière d'évaluation». Les fonds australiens sont même passés immédiatement à un cycle mensuel d'évaluation externe du portefeuille complet, avec une «clause d'incertitude de l'évaluation» également incluse.

## L'expérience de Publica

Du fait de son engagement dans douze fonds immobiliers privés de ce type (voir encadré, page 85), Publica s'est relativement vite demandé si une correction de valeur additionnelle était nécessaire. A cette fin, un processus a été défini

au tout début de l'exposition à cette classe d'actifs qui surveille mensuellement les sociétés immobilières régionales cotées en bourse, les taux d'intérêt et d'autres indicateurs économiques et prévoit une discussion avec la direction sur la nécessité d'un ajustement de valeur en cours de trimestre si certains seuils sont dépassés. Car normalement, la plupart des fonds sont évalués à intervalles trimestriels.

Les fonds ont également été contactés à fin mars 2020 en vue de savoir s'il existait déjà des signes de pertes futures. Mais vu que l'on se trouvait pratiquement à la fin d'un trimestre et que l'incertitude était très marquée, il n'a pas été possible de procéder objectivement à un ajustement de valeur significatif. Les évaluateurs s'appuient souvent sur le marché des transactions qui était pratiquement au point mort. L'impact de Covid-19 sur les propriétés était donc difficile à estimer et les ajustements apportés aux fonds se sont concentrés sur des hypothèses concernant la croissance des locations, les taux de vacance et la relocation. Dans le cas de baux à long terme dans un portefeuille «core» diversifié, ces paramètres n'ont qu'un impact très modeste sur la valeur des biens immobiliers. Il n'était tout simplement pas possible de quantifier objectivement un ajustement de valeur supplémentaire à ce moment-là.

## Comment faut-il procéder pour les souscriptions et les rachats?

Cet aspect était également de haute importance: puisque les fonds sont ouverts, les souscriptions et les rachats peuvent être effectués sur une base tri-

## EN BREF

Les investissements indirects dans l'immobilier à l'étranger doivent actuellement être suivis de près. En particulier, les questions d'égalité de traitement des investisseurs et de liquidité figurent en bonne place à l'ordre du jour.

mestrielle. Si un fonds n'a qu'une idée imprécise des valeurs, il existe un certain risque que les investisseurs entrent ou sortent à des prix «erronés».

Fin mars, les fonds avaient déjà reporté leurs appels de fonds et Publica n'avait donné aucune instruction en la matière. En particulier en cas de correction future de la valeur, il serait désavantageux pour un investisseur à long terme que d'autres investisseurs puissent se retirer lorsque les prix sont trop élevés.



vps.epas

# In Form – informiert 2020

Die jährliche Weiterbildung für Stiftungsräte:  
2 Tage Ausbildung, Diskussionen und Austausch  
zu Führungsfragen in der 2. Säule

**15. und 16. September 2020, Brunnen**

## Modulthemen 2020

### **Umgang mit Interessenkonflikten**

Seit der Strukturreform sind Interessenkonflikte wie Geschäfte mit Nahestehenden oder Loyalitätskonflikte klar geregelt. Es gibt aber weitere «weiche» Faktoren, für welche Führungsorgane sensibilisiert werden müssen, die zum Beispiel bei Reglementsänderungen, bei Sanierungsmassnahmen oder bei der Frage von Übergangsfristen auftreten können.

**Sabino Di Mambro**

### **Risikofähigkeit einer Vorsorgeeinrichtung**

Es gibt verschiedene Aspekte, die bei der Beurteilung der Risikofähigkeit einer Kasse berücksichtigt werden können, zum Beispiel die verschiedenen Arten von Deckungsgraden, die Bestandesstruktur, der Umhüllungsgrad oder die Situation des Arbeitgebers.

**Reto Leibundgut**

### **Knackpunkte in der Überwachung durch den Stiftungsrat**

Der Stiftungsrat hat als strategisches Organ Überwachungspflichten, kann sich aber auch nicht in die operative Geschäftsführung einmischen. Dieses Modul geht der Frage nach, wie weit ein Stiftungsrat

informiert sein muss und wie die Geschäftsführung überwacht werden kann und soll.

**Hans-Peter Meier**

### **Immobilien**

Aufgrund der Tiefzinsphase haben viele Vorsorgeeinrichtungen ihre strategischen Immobilien-Positionen ausgebaut. Das Modul untersucht die verschiedenen Anlageformen.

**Lukas Riesen**

### **Fragen zu Invaliditätsleistungen**

Invaliditätsleistungen sind in der 2. Säule gesetzlich festgelegt. Allerdings gibt es in der Umsetzung eine sehr grosse Vielfalt (Stichworte: Leistungs-/Beitragsprimat, lebenslange/temporäre Renten, Hinterlassenenleistungen). Das Modul zeigt das 1x1 der Invaliditätsleistungen und die Möglichkeiten der eigenverantwortlichen Gestaltung durch das Führungsorgan.

**Urs Schaffner**

### **Aktuelle Rechtsprechung**

Behandelt werden ausgewählte Fälle, die speziell für strategische Führungsorgane von Bedeutung sind.

**Vital Stutz**

*Programmänderungen vorbehalten*

*Das detaillierte Programm sowie weitere Informationen zu den Referentinnen und Referenten finden Sie unter [vps.epas.ch](http://vps.epas.ch)*

**Ort**  
Seehotel Waldstätterhof  
Waldstätterquai 6  
6440 Brunnen

**Zeit**  
2 Tage, Übernachtung  
Dienstag: 9.00 – 17.15 Uhr,  
ca. 19.00 Uhr Abendessen,

Mittwoch: 8.30 – 16.00 Uhr

**Kosten, Credit Points und  
Anmeldung unter [vps.epas.ch](http://vps.epas.ch)**

**Auskünfte**  
Beatrice Steiner,  
+41 (0)41 317 07 48,  
[bs@vps.epas.ch](mailto:bs@vps.epas.ch), [vps.epas.ch](http://vps.epas.ch)

**Partner**



**Credit Points**

Comme les dates limites de rachat pour la plupart des fonds étaient déjà à la mi-février, c'est-à-dire avant les premiers signes de pandémie, et que les rachats ne portaient que sur des petits montants, la plupart des fonds avaient décidé de procéder aux remboursements au prix «incertain» du premier trimestre. En raison de l'incertitude grandissante au cours du deuxième trimestre et de l'augmentation des demandes de rachat, de nombreux fonds américains ont pris l'initiative depuis de fermer les fonds ou de limiter les rachats. En Europe (à l'exception du Royaume-Uni) et en Asie, on n'observe pas encore cette tendance.

En tant qu'investisseur à long terme, Publica approuve le mécanisme par lequel un fonds peut bloquer les mouvements de fonds pour des raisons matérielles. L'immobilier est intrinsèquement illiquide, ce qui a des conséquences préjudiciables pour le fonds et les investisseurs

s'il est contraint de vendre. Afin de répondre à des demandes de remboursement élevées, il faudrait se défaire de biens avec des remises parfois importantes, ou lever des capitaux tiers supplémentaires. La suspension des mouvements de capitaux permet de concilier au mieux les intérêts des investisseurs sortants, restants et futurs.

### Répliquer correctement l'illiquidité

Ce point est d'une grande importance stratégique: les investisseurs devraient être conscients de l'illiquidité de ces investissements et la répliquer correctement dans une étude ALM. Bien que les fonds soient considérés comme ouverts, ils peuvent être fermés par les sociétés de fonds en période d'incertitude. Il existe certes un marché secondaire, mais des réductions y sont possibles. Par conséquent, il est important de s'assurer dans une étude ALM que les autres classes d'actifs disposent de la liquidité nécessaire en cas de crise.

Les douze fonds ont tous fourni des informations transparentes en temps utile – ce qui est important pour que les fonds ne perdent pas la confiance des investisseurs. Au rythme des conférences téléphoniques quotidiennes, des commentaires écrits et des discussions privées, la vue d'ensemble se perd relativement vite. Un outil a permis de comparer les fonds, de tenir les organes constamment informés et de ne pas perdre le cap en ces temps houleux. Pour chaque fonds, les données saisies comprenaient l'évolution actuelle et attendue des prix, les pratiques d'évaluation, les rachats/souscriptions en cours et leur mise en œuvre effective, la liquidité des fonds et leur taux d'endettement, les transactions de détail et les futures transactions de portefeuille.

### La diversification reste centrale

Il est évident que certains secteurs tels que l'hôtellerie et le commerce de détail (non alimentaire) sont les plus touchés par la crise. Beaucoup dépendra de la durée du confinement et du déferlement ou non d'une seconde vague entraînant de nouvelles restrictions.

Pour les investisseurs, il est également important de diversifier leurs investissements dans le segment immobilier en s'exposant à toutes les régions et tous

les secteurs. L'immobilier à New York souffre davantage que dans les autres régions américaines, et la situation en Asie s'est améliorée plus tôt qu'en Europe ou en Amérique. Des secteurs tels que la logistique ou le résidentiel contribuent en outre à compenser les pertes dans le secteur hôtelier.

### Et les fondations de placement?

Etant donné que la plupart des caisses de pensions suisses n'investissent pas directement dans des fonds immobiliers, mais passent généralement par des fondations de placement ou des fonds faitiers, quelques mots pour conclure au sujet de ces formes de placement. Tout ce qui précède s'applique naturellement aussi aux gestionnaires de fonds de ce type et il convient de veiller à ce qu'une vue d'ensemble des fonds investis sous-jacents soit disponible qui puisse être consultée à tout moment.

En outre, il se pose des questions de valorisation et de liquidité au niveau des véhicules de fonds: est-il possible de procéder trimestriellement à des souscriptions et des rachats et ceux-ci peuvent-ils être effectués à un prix fiable? La liquidité est-elle suffisante? Comment le fonds procède-t-il en cas de demandes de rachat soudaines lorsque ses fonds sous-jacents ont été fermés? Une étude ALM devrait également inclure des hypothèses correctes pour les fonds de fonds, car leur liquidité pourrait être limitée en cas de crise. |

### Tobias Marcin

#### Actions recommandées

##### Clarifier la nécessité d'une correction de valeur

En cas d'évaluation trimestrielle, il peut être utile de définir un processus permettant de procéder à un ajustement de la valeur à un stade précoce dans les situations de crise.

##### Entamer la discussion avec le fonds

Outre les canaux officiels des fonds, il est utile de discuter en privé avec la direction du fonds.

##### Définir des hypothèses correctes pour l'étude ALM

Même les fonds ouverts dans le segment immobilier «core» peuvent se fermer, ce qui rend le placement illiquide. Une étude ALM doit reposer sur des hypothèses adéquates. Il s'agit d'une classe d'actifs avec un horizon de placement à long terme qui ne convient pas aux besoins à court terme ou de liquidité.

##### Diversifier au niveau des régions et des secteurs

Le fait de n'investir que dans des secteurs ou des régions spécifiques entraîne un risque idiosyncratique. Les investissements doivent délibérément être diversifiés à une vaste échelle.

##### Vue d'ensemble et information: des outils de gestion précieux

L'information à large échelle et la transparence des fonds devraient être agrégées de manière convenable pour couvrir tous les besoins d'information interne et externe.

#### Comment Publica investit dans l'immobilier

##### Suisse

Uniquement placements immobiliers directs.

##### Etranger

Douze fonds «core» ouverts ont été sélectionnés dans les régions Etats-Unis, Australie, Pan-Asie et Europe. Les placements sont réalisés dans des objets de haute qualité situés dans des endroits de premier choix (core). Publica investit directement dans ces fonds et forme ainsi elle-même un petit fonds de fonds.



Fondation de prévoyance  
PACT

Dans le canton de Genève, il existe deux fondations pour la prévoyance «des entreprises de la construction et des professions apparentées». La plus grande est la CPPIC, Caisse paritaire de prévoyance de l'industrie et de la construction, fondée en 1982, qui se destine aux ouvriers. La «PACT Fondation de prévoyance» est la seconde, créée la même année, mais destinée au personnel administratif, commercial et technique.

«La PACT a plutôt bien traversé la crise provoquée par le coronavirus. De manière générale, elle rencontre les mêmes préoccupations et les mêmes enjeux que les autres caisses de pension helvétiques» explique Jean-Rémy Roulet, l'administrateur de la Fondation. Qui sait de quoi il parle, puisqu'il est aussi, depuis 2016, le président de l'Association Suisse des Institutions de Prévoyance (ASIP). En fait de préoccupations, il y a bien sûr la problématique démographique (lire à ce sujet l'interview du président de la fondation ci-après), celle du troisième cotisant dont la volatilité a encore fait planer son ombre ce printemps, et la réforme du 2<sup>e</sup> pilier qui tarde à se finaliser.

Mais l'actualité de la PACT, c'est l'éthique et la responsabilité. Membre de longue date d'Ethos, Fondation suisse pour un développement durable (dont la CPPIC était l'une des caisses fondatrices), elle a encore renforcé son engagement avec l'adoption, en juin de cette année, d'une «Charte ISR» (ISR pour Investissements Socialement Responsables) rassemblant une série de principes qu'elle s'engage à respecter dans la gestion de sa fortune et dans ses investissements.

Cette charte, disponible sur le site Internet de la Fondation ([www.pact-ge.ch](http://www.pact-ge.ch)), parle aussi d'«impact investing», la PACT envisageant de «réservé une part de son portefeuille pour des investissements à fort impact environnemental, social ou en lien avec l'économie locale, afin de stimuler la recherche et le développe-

ment de solutions innovantes et de soutenir l'entrepreneuriat.» Elle rappelle, enfin, la volonté de la Fondation d'exercer ses droits d'actionnaire.

La démarche éthique de PACT ne l'empêche pas d'être fortement investie dans des produits alternatifs. Près de 20% de sa fortune est en effet placée dans ce type de produits, ce qui n'est pas courant au sein des caisses de pension helvétiques – selon l'enquête de l'UBS sur la

performance de ces caisses, la moyenne suisse se situe plutôt aux alentours de 10%. Autre particularité, le fait que l'or soit au nombre de ces placements alternatifs: la PACT a investi près de 4% de sa fortune dans le métal. Ce qui explique, en tous les cas partiellement, pourquoi elle a plutôt bien résisté à la dépression provoquée par la crise de la Covid-19. |

### Marc Charmet

### PORTRAIT

Forme juridique	Fondation de droit privé
Plan de prévoyance	Primauté des cotisations
Type de caisse	Commune

Année de fondation	1982
Siège	Genève
Site Internet	<a href="http://pact-ge.ch">pact-ge.ch</a>

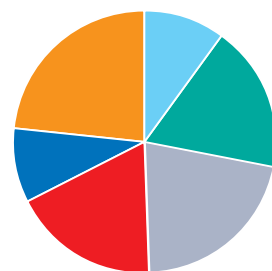
### CHIFFRES CLÉS AU 31.12.2019

Nombre d'assurés actifs	677
Nombre de rentiers (y compris 4 rentes d'enfants)	138
Ratio de contribution (+ plan complémentaire)	50%–50%
Employeurs affiliés	404
Intérêt avoirs de vieillesse	2%
Bases techniques	LPP 2015
Taux de conversion à 65 ans	6.8%
Taux d'intérêt technique	2.0%
Capital de prévoyance rentiers	32 941 659
Capital de prévoyance actifs	83 751 370
Capital de prévoyance total	116 693 029
Provisions techniques	3 658 833

Capital de prév. nécessaire (CP)	120 mios
Fonds de prévoyance (FP)	133 mios
Degré de couverture selon art. 44 OPP 2	110.4%
Réserve de fluctuation de valeur disponible	12 481 075
Réserve de fluctuation de valeur théorique	22 400 000
Rendement théorique	3.14%
Rendement attendu	3.14%
Performance globale	9.03%
Coûts de gestion de la fortune	1 791 945
Mode de gestion des placements	Mixte

### PLACEMENTS FINANCIERS

	% dans le portefeuille	Marges de fluct. tactiques	Performance 31.12.2019
Liquidités	9.79%	0–15%	–0.86%
Emprunts CH/int. (y c. Convertibles)	18.29%	2.5–65%	4.01%
Hypothèques	0.22%	0–10%	5.83%
Actions CH/int.	21.00%	10–45%	23.37%
Placements alternatifs (hedge funds, etc.)	18.31%	2.5–30%	6.48%
Immobilier direct	9.02%		3.27%
Immobilier indirect	23.37%	25–40%	6.38%



### INFORMATIONS DIVERSES

Expert en prévoyance professionnelle	Bernard Romanens – Pittet Associés SA à Genève
Organe de révision	PricewaterHouse Coopers SA à Genève
Administration de l'assurance	Réassurance invalidité/décès auprès de Zürich Assurances
Conseillers en placement	Coninco Explorers in finance SA à Vevey
Direction	Jean-Rémy Roulet

### CONSEIL DE FONDATION

Représentants des employeurs	3
Représentants des employés	3



# Une fondation tournée vers l'avenir

**Les caisses de pensions n'ont pas été épargnées par la crise de ce printemps. Comment la Fondation de prévoyance PACT a-t-elle traversé cette période si particulière, et comment va-t-elle?**

Alors que la performance moyenne des caisses en Suisse était de -7.4% en mars dernier, celle de la PACT était de -5.6%. Aujourd'hui, son taux de couverture est de 107.3% contre 110.4% au 31 décembre 2019. La caisse résiste donc bien à cette crise, d'autant plus qu'elle a crédité sur le compte d'épargne de ses assurés un taux supérieur au taux minimum légal eu égard aux excellents résultats de l'année passée. La question qui se pose est la suivante: l'économie réelle va-t-elle se reprendre rapidement? Personne ne le sait.

**La Fondation de prévoyance PACT a été créée dans les années 1980. Pouvez-vous nous rappeler quelles ont été les grandes étapes de son développement?**

La Fondation de prévoyance PACT est une caisse commune, à savoir un plan de prévoyance standard pour environ 400 entreprises du gros œuvre, de l'étalement, du carrelage et de la peinture de Genève. Aucune clause émanant d'une convention collective de travail ne détermine les paramètres du plan de prévoyance. Ce qui signifie que les entreprises membres de nos institutions ont le choix d'assurer le personnel administratif où bon leur semble. Cependant, bon nombre d'entreprises du bâtiment sont membres de la PACT par souci de simplification administrative. La Fondation doit cependant rester compétitive dans son offre. Ainsi, un plan pour les cadres est proposé, en plus du plan de base, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2007. Une de

ses étapes importantes de développement a eu lieu il y a trois ans, le 1<sup>er</sup> janvier 2017, quand la PACT a absorbé la Fondation de prévoyance «Malatrex 14».

**Quels liens entretient la Fondation de prévoyance PACT avec la Caisse paritaire de prévoyance de l'industrie et de la construction (CPPIC)?**

La seconde assure le personnel d'exploitation alors que la première assure le personnel administratif de nos entreprises. A l'origine, il faut y voir la volonté de traiter de façon différenciée le risque d'invalidité. Certes, l'employeur assure son personnel dans deux caisses distinctes sachant qu'il décompte pour toutes ses assurances sociales au même endroit à Genève. Les deux caisses bénéficient de synergies multiples: même personnes répondant à leurs questions, même support informatique, même logistique, mêmes conseillers externes. La stratégie de placement est très similaire et la coopération entre les deux conseils de fondation excellente. Ainsi, les deux conseils viennent d'entériner la même Charte d'investissement socialement responsable.

**La taille de votre caisse est relativement modeste. Comment appréhendez-vous la problématique des frais et de la taille critique?**

Il est vrai que le nombre de caisses de pension en Suisse ne cesse de diminuer mais le cas de la PACT est particulier pour les raisons de synergies décrites précédemment. Une fusion avec la CPPIC, certes dix fois plus grande, n'est pas à l'ordre du jour.

**Comment est organisé et comment fonctionne son conseil de fondation?**

Le conseil de fondation se réunit deux fois par an, en règle générale. Il n'y a pas de Bureau de la PACT, émanation du Conseil, qui traite des affaires courantes. Pour la CPPIC, une telle instance existe et se réunit dix fois par année. La PACT bénéficie ainsi directement de sa proximité avec sa caisse consœur.

**Quels sont les enjeux de votre fondation pour l'avenir?**



*«L'urgence démographique est tout aussi réelle que l'urgence climatique.»*

Michel Bagattini

Sauf crise majeure dans le secteur de la construction à Genève, son avenir est assuré. Néanmoins, il faudra davantage vendre notre plan cadres. Il faudra davantage digitaliser nos services à nos entreprises affiliées et à nos assurés. Dans l'immédiat, cependant, il s'agira d'ajuster la fortune de la caisse à sa nouvelle Charte d'investissement socialement responsable.

**La prévoyance professionnelle est en pleine mutation, et la crise de ce printemps ne va pas simplifier les choses. Êtes-vous optimiste pour l'avenir du 2<sup>e</sup> pilier?**

Tout le monde est conscient du vieillissement de la population. Moi-même, ayant un certain âge, je suis toujours actif dans mon entreprise. On ne peut donc plus continuer à cotiser pour le 2<sup>e</sup> pilier sur la base de paramètres démographiques d'un autre temps. J'espère donc que l'actuelle révision de la LPP discutée aux Chambres fédérales aboutira rapidement. Nos enfants en auront besoin. L'urgence démographique est tout aussi réelle que l'urgence climatique! **I**

**Interview: Marc Charmet**

## Michel Bagattini

*Fonction:* Président

*Formation:* CFC de carrelage et revêtement, Maîtrise fédérale

*Etat civil:* Marié

*Hobbies:* Curling, golf, tennis, cruciverbiste

*Crédo personnel:* «Toujours aller de l'avant, malgré les difficultés.»



vps.epas

# Einführung in die berufliche Vorsorge

Modulkurs für Stiftungsräte und weitere Interessierte

**25. Aug., 1./8./15./22. Sept. 2020, Luzern**

**28. Okt., 4./11./18./25. Nov. 2020, Luzern**

**29. Okt., 5./12./19./26. Nov. 2020, Zürich-Flughafen**

Mit namhaften Fachspezialisten der beruflichen Vorsorge ist vps.epas laufend in der Lage, den Einführungskurs in die berufliche Vorsorge speziell für Stiftungsräte und weitere Interessierte anzubieten. Die Grundausbildung dauert fünf Tage. Die Module können auch einzeln gebucht werden.

**25. August\*, 28./29. Oktober 2020**

Modul 1: Rahmenbedingungen und Rechtsgrundlagen

**Beatrice Eichenberger Schäpper,**  
**Markus Lustenberger, Dieter Stohler**

**8. September\*, 4./5. November 2020**

Modul 2: Verpflichtung der Pensionskasse und ihre Deckung

**Benno Ambrosini, Martin Franceschina,**  
**Reto Leibundgut, Urs Schaffner**

**22. September\*, 11./12. November 2020**

Modul 3: Vermögensanlage

**Reto Kuhn, Lukas Riesen, Jürg Schiller**

**15. September\*, 18./19. November 2020**

Modul 4: Rechnungsführung und Jahresabschluss

**Marcel Geisser, Bruno Purtschert**

**1. September\*, 25./26. November 2020**

Modul 5: Leistungen und Leistungs-koordination, steuerliche Behandlung, Grundlagen, aktuelle Anwendungsfragen

**Peter Lang, Max Ledergerber,**  
**Hans-Ulrich Stauffer**

\*Achtung: Ersatzdaten Frühling,  
Modulreihenfolge: 1,5,2,4,3

Weitere Informationen finden Sie unter [vps.epas.ch](http://vps.epas.ch). Programmänderungen vorbehalten.

## Ort

Radisson Blu Hotel, Inseliquai 12, 6005 Luzern  
Radisson Blu Hotel, 8058 Zürich-Flughafen

## Zeit

Ganzer Kurs: 5 Tage, 09.15 – 16.45 Uhr

**Kosten, Credit Points und  
Anmeldung unter [vps.epas.ch](http://vps.epas.ch)**

## Auskünfte

vps.epas  
Simone Ochsenbein  
+41 (0)41 317 07 23, [so@vps.epas.ch](mailto:so@vps.epas.ch)  
Beatrice Steiner,  
+41 (0)41 317 07 48, [bs@vps.epas.ch](mailto:bs@vps.epas.ch)  
[vps.epas.ch](http://vps.epas.ch)

## Credit Points



FinanzPlaner  
Verband



9C\_409/2019 vom 5. Mai 2020 (zur Publikation vorgesehen)

# Wechsel der Vorsorgeeinrichtung

## WORUM GEHT ES?

Darf die Zustimmung der Mitarbeiter zum Wechsel der Vorsorgeeinrichtung vorausgesetzt werden, wenn die Mitarbeiter nicht protestieren?

## SACHVERHALT

Dem Urteil liegt folgender Sachverhalt zugrunde: Einige Verbände haben in einer Sammelstiftung mittels Anschlussvereinbarung ein Verbandsvorsorgewerk errichtet. Mitglieder dieser Verbände können sich mittels Beitrittsvereinbarung diesem Verbandsvorsorgewerk anschliessen. Nachdem die Verbände die Anschlussvereinbarung gekündigt hatten, stellte sich die Frage, ob damit auch die Beitrittsvereinbarungen mit den einzelnen Arbeitgebern aufge-

löst worden sind und deshalb eine Teilliquidation durchgeführt werden muss. Die Sammelstiftung verhielt sich zunächst widersprüchlich, stellte sich aber schlussendlich auf den Standpunkt, die Beitrittsvereinbarungen hätten weiterhin Gültigkeit, weil die Auflösung der Anschlussvereinbarung nicht automatisch zur Auflösung der Beitrittsvereinbarungen führe und zudem die Zustimmung der Mitarbeiter zur Kündigung fehle.

Dagegen intervenierten Verbände, gewisse Arbeitgeber und Versicherte bei der Aufsichtsbehörde und bekamen Recht: Die Aufsichtsbehörde ging davon aus, dass mit der Anschlussvereinbarung auch die Beitrittsvereinbarungen aufgelöst seien und wies die Stiftung an, eine Teilliquidation durchzuführen. Genauso entschied auch das Bundesverwaltungsgericht. Die Sammelstiftung wehrt sich dagegen vor Bundesgericht.

## ERWÄGUNGEN

Das Bundesgericht stellt zunächst fest, dass die Stiftung als Trägerin der einzelnen Vorsorgewerke prüfen muss, ob die Einigung zwischen dem Arbeitgeber und dem Personal zustande gekommen ist, das heisst, sie muss sich zwingend vergewissern, ob die Kündigung ordnungsgemäss erfolgt ist. Im vorliegenden Fall fand vor der Kündigung der Anschlussvereinbarung keine Konsultation des Personals der angeschlossenen Betriebe statt. Das Bundesverwaltungsgericht entschied jedoch, dass der Wechsel der Vorsorgeeinrichtung von den Mitarbeitern stillschweigend akzeptiert worden sei, da sie vom Wechsel wussten und nicht dagegen opponierten.

### Das Bundesgericht kommt zu einem anderen Schluss

Der Wortlaut von Art. 11 Abs. 3<sup>bis</sup> Satz 1 BVG fordert das Einverständnis des Personals, um einen bestehenden Anschlussvertrag aufzulösen und sich einer neuen Vorsorgeeinrichtung anzuschliessen («après entente avec son personnel» respektive «d'intesa con il personale»). Das Wort Einverständnis erfordert deutlich die diesbezügliche Einwilligung des Personals und schreibt diesem eine aktive Rolle zu. Ein Einverständnis erfolgt zudem regelmässig im Voraus, was insbesondere im französischen Wortlaut («après») klar zum Ausdruck kommt.

Mit Blick auf die Entstehung dieser Norm hält das Bundesgericht fest, dass das Einvernehmen zwischen dem Arbeitgeber und seinem Personal für den Gesetzgeber seit jeher von grundlegender Bedeutung war und er Wert auf ein unmittelbares Mitwirkungsrecht der Gesamtheit des Personals beziehungsweise dessen Vertretung nach Mitwirkungsgesetz legte. Der Vorschlag des Bundesrats, das paritätisch besetzte Organ solle über den Wechsel bestimmen, wurde abgelehnt. Mit dem direkten Miteinbezug der Arbeitnehmenden solle gerade mit Blick auf die Sammelstiftungen einem Vollzug «von oben herab» und einer möglichen – einseitig beschlossenen – Verschlechterung der Konditionen begegnet werden. Im Sinne der Sozialpartnerschaft sei anzuerkennen, dass die richtige Ebene der Mitbestimmung zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer liege. Es müsse für alle offen und transparent sein, welcher Einrichtung man sich zu welchen Konditionen anschliessen will.

Dem Gesetzgeber, so das Bundesgericht, schwebte also eine gemeinsame Entscheidung von Arbeitgeber und Arbeitnehmer über die Wahl der Vorsorgeeinrichtung vor, und er räumte Letzteren in diesem Zusammenhang ein besonderes (vorsorgespezifisches) Mit-

wirkungsrecht ein. Daher reicht es nicht, das Personal nur zu orientieren und/oder anzuhören. Vielmehr bedarf es dessen Zustimmung zum Anschlusswechsel. Ohne die – der Kündigung vorangegangene – Einwilligung des Personals sind dem Arbeitgeber die Hände gebunden, so gerne er die Vorsorgeeinrichtung auch wechseln möchte. Die Nichteinhaltung des rechtzeitigen Miteinbezugs hat die Ungültigkeit der Kündigung zur Folge.

### Bemerkung

Das Urteil ist zweifellos richtig und auch wichtig: Der Wille des Gesetzgebers kommt sowohl in der Entstehungsgeschichte als auch im Wortlaut der Bestimmung klar zum Ausdruck und entspringt dem Grundsatz der Parität, einem der grundlegendsten Prinzipien der schweizerischen beruflichen Vorsorge. Es wird Zeit, dass die Praxis dem endlich Rechnung trägt. Zudem sollte diskutiert werden, ob Art. 11 Abs. 3<sup>bis</sup> BVG nicht in den Katalog von Art. 49 Abs. 2 BVG und 89a ZGB aufgenommen werden muss, um den Mitarbeitern dieselben Rechte auch in überobligatorischen Vorsorgeverhältnissen einzuräumen. |

### Laurence Uttinger

Rechtsanwältin, AVS Rechtsanwälte AG

Arrêt 9C\_409/2019 du 5 mai 2020 (publication prévue)

# Changement d'institution de prévoyance

## DE QUOI S'AGIT-IL?

Peut-on supposer que les collaborateurs approuvent le changement d'institution de prévoyance, dès lors qu'ils ne protestent pas?

## EXPOSÉ DES FAITS

L'arrêt se base sur les faits suivants: certaines associations ont mis en place une œuvre de prévoyance associative dans une fondation collective, au moyen d'une convention d'affiliation. Les membres de ces associations peuvent adhérer à cette œuvre de prévoyance associative grâce à une convention d'adhésion. Après la résiliation de la convention d'affiliation par les associations, la question qui s'est posée était de savoir si les conventions d'adhésion avec les différents employeurs avaient également été

résiliées et si une liquidation partielle était requise de ce fait. La fondation collective a d'abord eu une attitude contradictoire, mais a finalement estimé que les conventions d'adhésion seraient toujours valables, parce que la résiliation de la convention d'affiliation ne se traduit pas automatiquement par la résiliation des conventions d'adhésion et que les collaborateurs n'avaient en outre pas approuvé la résiliation.

Certaines associations, certains employeurs et assurés se sont opposés à cette

décision auprès de l'autorité de surveillance et ont obtenu gain de cause: l'autorité de surveillance a estimé que les conventions d'adhésion étaient également résiliées parallèlement à la convention d'affiliation et a ordonné à la fondation de procéder à une liquidation partielle. Le Tribunal administratif fédéral a également statué en ce sens. La fondation collective a alors porté l'affaire devant le Tribunal fédéral.

## CONSIDÉRANTS

Le Tribunal fédéral a d'abord constaté que la fondation en tant qu'organe des différentes œuvres de prévoyance doit vérifier s'il y a eu un accord entre l'employeur et le personnel. Autrement dit, elle doit impérativement s'assurer que la résiliation a été faite dans les règles. Dans le cas présent, il n'y a pas eu de consultation du personnel des entreprises affiliées avant la résiliation de la convention d'affiliation. Le Tribunal fédéral a néanmoins décidé que le changement d'institution de prévoyance avait été tacitement accepté par les collaborateurs, car ils étaient informés du changement et ne s'y étaient pas opposés.

### Le Tribunal fédéral parvient à une autre conclusion.

L'art. 11 al. 3<sup>bis</sup> phrase 1 LPP exige que la résiliation de l'affiliation et la réaffiliation à une nouvelle institution de prévoyance par l'employeur s'effectuent après entente avec son personnel. Le mot «entente» exige clairement le consentement correspondant du personnel et lui prescrit un rôle actif. L'entente est en outre régulièrement instaurée à l'avance, ce qui s'exprime de façon particulièrement claire dans le texte français («après»).

Dans la perspective de la genèse de cette règle, le Tribunal fédéral retient que l'entente entre l'employeur et son personnel a toujours revêtu une importance capitale pour le législateur et qu'il tenait à un droit de codécision direct de l'ensemble du personnel ou de ses représentants selon la loi sur la participation. La proposition du Conseil fédéral selon laquelle l'organe paritaire devrait décider du changement a été rejetée. L'implication directe des salariés vise à répondre à une exécution «de haut en bas» et à une dégradation des conditions décidée de manière unilatérale, notamment dans la perspective des fondations collectives. Dans le sens du partenariat social, il faut reconnaître que le juste niveau de la codécision se situe entre l'employeur et les salariés. Tout le monde devrait pouvoir comprendre en toute transparence à quelle institution on entend s'affilier et à quelles conditions.

Selon le Tribunal fédéral, le législateur avait donc en tête une décision conjointe de l'employeur et des salariés concernant le choix de l'institution de prévoyance et il a accordé à cet égard un droit de codécision (spécifique à la prévoyance) à ces derniers. Il ne suffit donc pas de seule-

ment informer et/ou entendre le personnel. Son approbation du changement d'affiliation est au contraire requise. Sans le consentement du personnel préalablement à la résiliation, l'employeur a les mains liées, quel que puisse être son désir de changer d'institution de prévoyance. Le non-respect de l'implication en temps utile entraîne l'invalidité de la résiliation.

### Remarque

L'arrêt est incontestablement correct et important: la volonté du législateur s'exprime clairement, tant dans la genèse que dans le texte de la disposition et naît du principe de la parité, l'un des principes les plus essentiels de la prévoyance professionnelle suisse. Il est temps que la pratique en tienne enfin compte. Il faudrait en outre se demander si l'art. 11 al. 3<sup>bis</sup> LPP ne devrait pas être intégré dans le catalogue de l'art. 49 al. 2 LPP et de l'art. 89a CC, pour accorder aux collaborateurs les mêmes droits également dans le régime de prévoyance subrogatoire. |

### Laurence Uttinger

Avocate, AVS Rechtsanwälte AG



# Luzerner Tagung zum Vorsorgerecht

Datenschutz und Digitalisierung  
in der beruflichen Vorsorge

**Donnerstag, 3. September 2020, Luzern**

Falls dann weiterhin Versammlungsbeschränkungen bestehen, findet die Tagung als Webinar statt.

Die neue Tagungsreihe des Luzerner Zentrums für Sozialversicherungsrecht und vps.epas behandelt jährlich einen aktuellen Schwerpunkt in der Rechtsentwicklung und Rechtsprechung. Diese Weiterbildung im Bereich Sozialversicherungsrecht befasst sich im 2020 mit Fragen des Datenschutzes im Zeitalter der Digitalisierung. In verschiedenen Fokusthemen werden neben der 2020 massgebenden Gesetzgebung auch die aktuelle Rechtspraxis und neue Fragen, die in Diskussion stehen, behandelt.

#### **Einführung in den Datenschutz**

Prof. Dr. iur. Monika Pfaffinger,  
Kalaidos Fachhochschule Schweiz

#### **Datenschutz und Digitalisierung in der beruflichen Vorsorge**

Prof. Dr. iur. Marc Hürzeler, Universität  
Luzern, Geschäftsführer Prof. Dr. Marc  
Hürzeler GmbH

#### **Beispiele aus der Praxis**

Dr. Simone Piali, Geschäftsführer Integral

#### **Outsourcing und Datenschutz**

Franziska Bur Bürgin, Advokatin, Basellegal

#### **Das neue Schweizer Datenschutzgesetz und die europäische Datenschutzgrund- verordnung**

Carmen de la Cruz Böhringer, Partner, RA  
lic. iur., eidg. dipl. Wirtschaftsinformatikerin

#### **Digitale Transformation, Prozesse und Archivierung in der beruflichen Vorsorge**

André Egli, dipl. Treuhandexperte,  
Partner Balmer-Etienne AG

Daniel Schnider, dipl. Experte in Rechnungs-  
legung und Controlling, Balmer-Etienne AG

Weitere Informationen finden Sie unter [vps.epas.ch](https://vps.epas.ch). Programmänderungen vorbehalten.

**Ort**  
Universität Luzern,  
Frohburgstrasse 3, 6002 Luzern

**Zeit**  
13.00 – 17.00 Uhr

**Kosten, Credit Points und  
Anmeldung unter [vps.epas.ch](https://vps.epas.ch)**

**Auskünfte**  
vps.epas  
Simone Ochsenbin  
+41 (0)41 317 07 23  
so@vps.epas.ch  
vps.epas.ch

**Mitveranstalter**

Luzerner  
Zentrum für  
sozialversicherungsrecht



**Credit Points**



Urteil 9C\_409/2019

# «Im Einverständnis mit dem Personal»

Laut Gesetz bestimmt der Arbeitgeber die Pensionskasse im Einverständnis mit dem Personal (Art. 11 Abs. 2 und 3<sup>bis</sup> BVG). In einem neuen Urteil (9C\_409/2019) hat das Bundesgericht erstmals konkretisiert, wann und wie der Arbeitgeber dieses Einverständnis einzuholen hat. Die bislang gebräuchlichen Vorgehensweisen vermögen der neuen Rechtsprechung kaum zu genügen. Für Arbeitgeber wird ein Kassenwechsel künftig aufwendiger.

## IN KÜRZE

Der Arbeitgeber kann den Anschlussvertrag nur gültig kündigen, wenn er *vorgängig* das Einverständnis des Personals eingeholt hat.

Soweit die nachfolgenden Ausführungen auf Erwägungen des Bundesgerichts (BGer) verweisen, beziehen sie sich immer auf das Urteil 9C\_409/2019.

Mit «Personal» sind in Art. 11 Abs. 2 und 3<sup>bis</sup> BVG entweder alle Arbeitnehmenden oder eine nach Mitwirkungsgesetz<sup>1</sup> bestimmte Arbeitnehmervertretung gemeint<sup>2</sup> (E. 4.1.1). Das BGer erinnert daran, dass die nach Mitwirkungsgesetz bestimmte Arbeitnehmervertretung nicht mit der paritätischen Verwaltung gemäss Art. 51 Abs. 1 BVG zu verwechseln ist. Die Arbeitnehmervertreter der Vorsorgekommission (unteres paritätisches Organ bei einer Sammelstiftung) sind also nicht zuständig für die Zustimmung nach Art. 11 Abs. 2 und 3<sup>bis</sup> BVG.

### Wann muss die Zustimmung vorliegen?

Entgegen einem Teil der Lehre, der Vorinstanz und der früheren Rechtsprechung des Eidgenössischen Versicherungsgerichts (Urteil B 63/99) hat das BGer festgelegt, dass der Arbeitgeber seinen Anschlussvertrag mit der Pensionskasse (PK) nur dann gültig kündigen kann, wenn er *vorgängig* das Einverständnis

des Personals eingeholt hat (E. 4.2). Ist ein Anschlussvertrag also – wie in der Branche üblich – mit einer Frist von sechs Monaten auf das Ende eines Kalenderjahrs kündbar, so muss der Arbeitgeber das Einverständnis des Personals rechtzeitig vor dem 30. Juni eingeholt haben. Andernfalls ist die Kündigung des Anschlussvertrags ungültig (E. 4.4).

Das BGer hat seinen Entscheid unter anderem damit begründet, dass die Kündigung als Gestaltungsrecht bedingungsfeindlich und unwiderruflich ist. Ein Schwebezustand (nach erfolgter Kündigung bis zum Vorliegen der Zustimmung des Personals) sei der bisherigen PK nicht zumutbar (E. 4.3.3.2). Dies wirft die Frage auf, wie es sich künftig mit Art. 53e Abs. 4<sup>bis</sup> BVG verhält. Nach dieser Bestimmung kann der Arbeitgeber einen Anschlussvertrag, der vorsieht, dass die Rentner beim PK-Wechsel mitgehen, erst dann auflösen, wenn die neue PK die Übernahme der Rentner zu den bisherigen Konditionen schriftlich bestätigt hat. In der Praxis ist es nicht unüblich, diese Bestätigung erst nach erfolgter Kündigung des Anschlussvertrags vorzulegen. Wenn aber – laut BGer – die Rechtsnatur der Kündigung einen Schwebezustand nicht zulässt, dürfte auch hier ein Umdenken nötig sein.

Der Druck auf den Arbeitgeber, schon vor der Kündigung sowohl die Zu-

Hinweis der Redaktion:

Franziska Bur Bürgin, die Autorin dieses Artikels, war Vertreterin der austrittswilligen Verbände, Arbeitgeber und Versicherten, also der Beschwerdegegner.



**Franziska Bur Bürgin**

Advokatin, dipl. Steuerexpertin, BaselLegal GmbH

<sup>1</sup> Bundesgesetz über die Information und Mitsprache der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer in den Betrieben (Mitwirkungsgesetz) vom 17. Dezember 1993; SR. 822.14.

<sup>2</sup> In Betrieben mit mindestens 50 Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmern können diese aus ihrer Mitte eine oder mehrere Vertretungen bestellen (Art. 3 Mitwirkungsgesetz).

---

*«Nicht ohne Brisanz ist schliesslich, wer kontrolliert, ob das Verfahren für den PK-Wechsel eingehalten ist: Diese Aufgabe kommt laut BGer der abgebenden Kasse zu, die ja nicht ganz frei von Eigeninteressen sein dürfte.»*

---

stimmung des Personals als gegebenenfalls auch der neuen PK (betreffend Rentnerübernahme) einzuholen, dürfte sich auch auf die abgebenden PK auswirken, denn ohne aktuelle Bestandesdaten kann der Arbeitgeber diesen Pflichten nicht nachkommen. Dass der Arbeitgeber die Daten in der Regel im ersten Quartal des Kalenderjahrs einfordern wird, wenn PK mit Jahresabschlussarbeiten ausgelastet sind, dürfte die Situation nicht einfach machen.

#### Wie muss der Arbeitgeber vorgehen?

Das ganze Ausmass, in dem sich die neue Rechtsprechung auf die Praxis auswirken wird, zeigt sich erst bei den Ausführungen des BGer dazu, was es unter «Einverständnis» versteht.

Während man meinen möchte, eine «Zustimmung» könne stets nur erteilt oder verweigert werden (sei also eine Ja/Nein-Antwort), geht das BGer viel weiter: Es führt aus, die Kommission für soziale Sicherheit und Gesundheit des Nationalrats, auf deren Vorschlag die heutige Regelung zurückgehe, habe grossen Wert auf ein unmittelbares Mitwirkungsrecht der Gesamtheit des Personals beziehungsweise von dessen Vertretung gelegt. Die richtige Ebene der Mitbestimmung liege zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer. Es müsse für alle offen und transparent sein, welcher Einrichtung man sich zu welchen Konditionen anschliessen wolle (E. 4.3.2.1). Der Gesetzgeber habe eine gemeinsame Entscheidung vor Augen gehabt, und er habe den Arbeitnehmenden ein besonderes (vorsorgespezifisches) Mitwirkungsrecht eingeräumt. Somit reiche es nicht, das Personal nur zu orientieren oder anzuhören. Vielmehr sei die Zustimmung als «kollektive Grösse» zu begreifen und nicht als Kumulation individueller Rechte (E. 4.3.2.2). Was die letztere Unterscheidung genau bedeutet, hat das BGer nicht ausgeführt. Im Entscheid ist jedoch auch davon die Rede,

dass die Arbeitnehmenden nicht «sich selber überlassen» werden dürfen. Insgesamt vermitteln die Ausführungen den Eindruck, das BGer erwarte, dass der Arbeitgeber den Arbeitnehmenden eine Plattform für gemeinschaftliche Information, Beratung und Willensbildung schaffe. Alles Weitere wird die Praxis weisen müssen.

Ebenfalls offen gelassen hat das BGer, welche Informationen der Arbeitgeber den Arbeitnehmenden zur Verfügung stellen muss. Das BGer spricht lediglich von den «Konditionen» des Anschlusses (E. 4.3.2.1) und von den «relevanten Kriterien» (E. 4.3.4). Meines Erachtens kann es dabei nur um Informationen und Daten auf *kollektiver* Basis gehen, da das BGer einen Entscheid der Arbeitnehmer *als Kollektiv* verlangt und der Arbeitgeber aus Gründen des Datenschutzes selber gar keine individualisierten Versichertendaten kennen oder einsehen darf.

#### Wer kontrolliert?

Nicht ohne Brisanz ist schliesslich, wer kontrolliert, ob das Verfahren für den PK-Wechsel eingehalten ist: Diese Aufgabe kommt laut BGer der abgebenden Kasse zu, die ja nicht ganz frei von Eigeninteressen sein dürfte (E. 3.2.3.1, 2. Abs.). Um den entsprechenden Nachweis erbringen zu können, kommen Arbeitgeber also künftig nicht umhin, den Entscheidprozess – vor allem den Einbezug der Arbeitnehmer – sorgfältig zu dokumentieren.

Verweigert die abgebende Kasse zu Unrecht den Austritt, bleibt dem Arbeitgeber respektive den Versicherten nur, bei der BVG-Aufsichtsbehörde auf dem Beschwerdeweg die Durchführung einer Teilliquidation zu fordern. Die Aufsichtsbehörde prüft die Gültigkeit der Kündigung dann als Vorfrage (E. 1.5).

#### Anwendungsbereich

Art. 11 Abs. 2 und 3<sup>bis</sup> BVG und damit die neue Rechtsprechung gelten für registrierte und umhüllende Kassen. Im rein überobligatorischen Bereich findet die Bestimmung keine Anwendung (Art. 89a Abs. 6 ZGB e contrario).

#### Zeitraumen

Zusammenfassend steht fest, dass der «Zustimmung» nach Art. 11 Abs. 2 und 3<sup>bis</sup> BVG ein gemeinsamer Prozess des Arbeitgebers und der Arbeitnehmenden als Kollektiv vorangeht. Dieser Prozess umfasst Analyse und Strukturierung der Daten sowie die Information der Arbeitnehmenden und schliesslich die Meinungsbildung (E. 4.3.4).

Einen Anhaltspunkt zum Zeitrahmen gibt das BGer in E. 4.3.4. Dort führt es aus, bei einer ausserordentlichen Kündigung nach Art. 53f BVG blieben dem Arbeitgeber fünf Monate für diesen Prozess. Diesen Zeitrahmen erachtet das BGer als herausfordernd, im Ergebnis aber machbar. |

Arrêt 9C\_409/2019

## «Après entente avec le personnel»

Selon la loi, l'employeur choisit la caisse de pension après entente avec son personnel (art. 11 al. 2 et 3<sup>bis</sup> LPP). Dans un nouvel arrêt (9C\_409/2019), le Tribunal fédéral a concrétisé pour la première fois quand et comment l'employeur doit demander cet accord.

Les procédures précédemment utilisées peinent à satisfaire à la nouvelle jurisprudence. Un changement de caisse sera dorénavant plus complexe pour l'employeur.

### EN BREF

L'employeur ne peut dûment résilier le contrat d'affiliation que s'il s'est préalablement entendu avec le personnel.

Pour autant que les explications suivantes renvoient aux considérants du Tribunal fédéral (TF), elles se rapportent toujours à l'arrêt 9C\_409/2019.

Le terme «Personnel» à l'art. 11 al. 2 et 3<sup>bis</sup> LPP désigne soit tous les travailleurs, soit une représentation des travailleurs désignée selon la loi sur la participation,<sup>1,2</sup> (consid. 4.1.1). Le TF rappelle que la représentation des travailleurs désignée selon la loi sur la participation ne doit pas être confondue avec l'administration paritaire selon l'art. 51 al. 1 LPP. Les représentants des travailleurs au sein de la commission de prévoyance (organe paritaire inférieur d'une fondation collective) ne sont donc pas compétents pour l'approbation selon l'art. 11 al. 2 et 3<sup>bis</sup> LPP.

### Quand l'accord doit-il être donné?

Contrairement à une partie de la doctrine, à l'instance précédente et à la jurisprudence antérieure du Tribunal fédéral des assurances (arrêt B 63/99), le TF a constaté que l'employeur ne peut dûment résilier son contrat d'affiliation à la caisse de pension (CP) que s'il a préala-

blement obtenu le consentement du personnel (consid. 4.2). Si le contrat d'affiliation doit donc être résilié pour la fin d'une année civile avec un préavis de six mois, conformément à la pratique habituelle dans la branche, l'employeur doit avoir obtenu le consentement du personnel avant le 30 juin. À défaut, la résiliation du contrat d'affiliation est invalide (consid. 4.4).

Le TF a notamment justifié sa décision en précisant que la résiliation en tant que droit formateur était inconditionnelle et irrévocable. Une situation de flottement (après la résiliation et jusqu'à l'approbation du personnel) est inacceptable pour l'ancienne CP (consid. 4.3.3.2). Cela soulève la question de savoir ce qu'il en sera dorénavant de l'art. 53e al. 4<sup>bis</sup> LPP. Selon cette disposition, l'employeur ne peut résilier un contrat d'affiliation qui prévoit que les retraités sont également transférés lors d'un changement de CP que si la nouvelle CP a confirmé par écrit la reprise des retraités aux conditions précédentes. Dans la pratique, il n'est pas inhabituel de ne présenter cette attestation qu'après la résiliation du contrat d'affiliation. Si toutefois la nature juridique de la résiliation n'autorise pas de situation de flottement selon le TF, la procédure devrait être repensée.

La pression exercée sur l'employeur afin d'obtenir le consentement du personnel, mais aussi éventuellement de la nouvelle CP (reprise des retraités) avant

<sup>1</sup> Loi fédérale du 17 décembre 1993 sur l'information et la consultation des travailleurs dans les entreprises (loi sur la participation; RS 822.14).

<sup>2</sup> Dans les entreprises occupant au moins cinquante travailleurs, ceux-ci peuvent élire parmi eux des représentants, regroupés en une ou plusieurs représentations (art. 3 de la loi sur la participation).



même la résiliation, devrait également agir sur la CP transférante, car sans données actuelles sur l'effectif, l'employeur ne peut pas répondre à ces obligations. Le fait que l'employeur réclamera généralement les données au premier trimestre de l'année civile, lorsque la CP est surchargée avec les travaux de clôture annuelle, ne devrait pas simplifier la situation.

### Comment l'employeur doit-il procéder?

Toute l'étendue avec laquelle la nouvelle jurisprudence va peser sur la pratique n'apparaît clairement que dans les explications du TF concernant sa conception de l'«entente».

Alors qu'on imagine qu'un «consentement» ne peut être qu'accordé ou refusé (autrement dit une réponse oui/non), le TF va beaucoup plus loin: il explique que la Commission de la sécurité sociale et de la santé publique du Conseil national qui a proposé la réglementation actuelle accordait une grande importance à un droit de participation direct de l'ensemble du personnel ou de sa représentation. Le juste niveau de codécision se situe entre l'employeur et le travailleur. Tout le monde devrait pouvoir comprendre en toute transparence à quelle institution ont entend s'affilier et à quelles conditions (consid. 4.3.2.1). Le législateur aurait envisagé une décision commune et aurait accordé aux travailleurs un droit de codécision particulier (spécifique à la prévoyance). Il ne suffirait donc pas de seulement informer ou entendre le personnel. Le consentement devrait au contraire être vu comme une «valeur collective» et non comme un cumul de droits individuels (consid. 4.3.2.2). Le TF n'a pas expliqué ce que cette dernière distinction signifiait précisément. La décision explique cependant aussi que les travailleurs ne doivent pas être «livrés à eux-mêmes». Globalement, les explications donnent l'impression que le TF s'attend à ce que l'employeur crée pour les travailleurs une plate-forme pour une information,

---

*«Pour finir, il est important de savoir qui contrôle le respect de la procédure de changement de CP: selon le TF, cette tâche incombe à la caisse transférante, qui devrait pourtant avoir ses propres intérêts dans cette affaire»*

---

un conseil et une prise de décision collectifs. Tout le reste devra découler de la pratique.

Le TF ne précise pas non plus quelles informations l'employeur doit mettre à la disposition des travailleurs. Le TF évoque uniquement les «conditions» de l'affiliation (consid. 4.3.2.1) et les «critères déterminants» (consid. 4.3.4). A mon avis, il ne peut s'agir que d'informations et de données sur une base collective, car le TF exige une décision des travailleurs en tant que collectif et que l'employeur lui-même n'a pas le droit de connaître ni de consulter des données personnalisées des assurées, pour des raisons liées à la protection des données.

### Qui assure le contrôle?

Pour finir, il est important de savoir qui contrôle le respect de la procédure de changement de CP: selon le TF, cette tâche incombe à la caisse transférante, qui devrait pourtant avoir ses propres intérêts dans cette affaire (consid. 3.2.3.1, 2e alinéa). Afin d'être en mesure d'apporter la preuve correspondante, les employeurs n'auront donc pas d'autre choix à l'avenir que de documenter soigneusement le processus de décision, notamment l'implication des travailleurs.

Si la caisse transférante refuse à tort la sortie, l'employeur ou les assurés n'ont pas d'autre solution que de demander une liquidation partielle par la voie du

recours auprès de l'autorité de surveillance LPP. L'autorité de surveillance contrôle alors la validité de la résiliation en tant que question préalable (consid. 1.5).

### Champ d'application

L'art. 11 al. 2 et 3<sup>bis</sup> LPP et donc la nouvelle jurisprudence s'appliquent aux caisses enregistrées et enveloppantes. La disposition ne s'applique pas dans le régime purement surobligatoire (art. 89a al. 6 CC a contrario).

### Calendrier

En résumé, il est clair que le «consentement» selon l'art. 11 al. 2 et 3<sup>bis</sup> LPP est précédé d'un processus commun de l'employeur et des travailleurs en tant que collectif. Ce processus inclut l'analyse et la structuration des données ainsi que l'information des travailleurs et pour finir la formation d'une opinion (consid. 4.3.4).

Le TF donne un indice concernant le calendrier dans le consid. 4.3.4. Il y explique qu'en cas de résiliation extraordinaire selon l'art. 53f LPP, l'employeur disposerait de cinq mois pour ce processus. Le TF estime que ce délai est ambitieux mais réalisable. **I**

### Franziska Bur Bürgin

Note de la rédaction:

Franziska Bur Bürgin, l'auteure de cet article, était la représentante des associations souhaitant sortir, des employeurs et des assurés, autrement dit des intimés.

## Anschlusswechsel

# Gemeinsam wählen

Ein neues Bundesgerichtsurteil (9C\_409/2019 vom 5. Mai 2020, siehe vorausgehende Seiten) räumt den Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern eine zentrale Rolle ein, wenn es darum geht, die Vorsorgeeinrichtung zu wechseln. Welche praktischen Folgen hat dieses Urteil?

## Welchen Wert hat das Urteil für Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer?

Es stellt einen Sieg für die Interessen der Arbeitnehmer dar. Sie müssen bei einem Anschlusswechsel frühzeitig einbezogen werden und sich mit der neuen Lösung einverstanden erklären.

## In welcher Form soll dies geschehen?

Wenn es eine legitimierte Mitarbeitervertretung gibt, die beispielsweise über einen Gesamtarbeitsvertrag geregelt ist, kann sie meiner Meinung nach dieses Einverständnis geben. Ansonsten braucht es die Unterschriften aller Mitarbeitenden. Bei Unternehmen von 50 Mitarbeitenden und mehr gilt auch das Mitwirkungs-gesetz. Grundsätzlich geht es beim Thema Anschlusswechsel vor allem um KMU und den Bereich der Sammeleinrichtungen. Einige Vorsorgeeinrichtungen handhaben den Prozess übrigens bereits so, wie dies das Bundesgericht wünscht, speziell in der Westschweiz.

## Das Bundesgericht hält fest, dass die Mitarbeitenden aktiv in die Wahl der neuen Vorsorgelösung einbezogen werden müssen. Wie kann überprüft werden, ob der Arbeitgeber die nötigen Informationen zur Verfügung stellt und entsprechende interne Diskussionen führt?

Eine solche Überprüfung ist nicht realistisch. Es ist aber sicher auch eine Aufgabe der Gewerkschaften, dieser Umsetzung Aufmerksamkeit zu schenken und die Mitarbeitenden in diesen Diskussionen zu unterstützen. Dass sich die Mitarbeitenden für ihre Vorsorgelösung interessieren, sehen wir anhand zahlreicher entsprechender Anfragen bei der Unia. Naheliegenderweise bewegt das Thema ältere Arbeitnehmer stärker als jüngere.

## Sind die Mitarbeitenden fachlich in der Lage, einen solchen Entscheid zu fällen?

Es gibt kein Argument gegen Transparenz und Demokratie. Wir sind das Land der direkten Demokratie. Die Schweizer Bevölkerung kann über Kampfsjets und milliardenschwere Altersreformen abstimmen. Dann kann sie auch über den eigenen Vorsorgeplan entscheiden.

## Könnte sich der Punkt, dass die abgebende Vorsorgeeinrichtung prüfen muss, ob die Mitarbeitenden mit der Kündigung einverstanden sind, als problematisch erweisen?

Wenn der Arbeitgeber dies mit den Mitarbeitenden entschieden hat, nein. Er kann einfach nicht mehr alleine mit dem Broker entscheiden, ob er wechselt und zu welchem Anbieter er geht. Ein Arbeitgeber muss seinen Arbeitnehmern die Gründe für den Wechsel überzeugend darlegen und erklären können. Es geht um eine gemeinsame Wahl. Und das ist gut so, denn die 2. Säule basiert auf dem Prinzip der Sozialpartnerschaft. |

## Interview: Kaspar Hohler



*Aldo Ferrari ist Vizepräsident der Gewerkschaft Unia und Mitglied verschiedener Stiftungsräte von Vorsorgeeinrichtungen. Er ist Präsident der Gewerbepensionskasse Proparis, die im erwähnten Bundesgerichtsurteil Recht bekam.*

*Aldo Ferrari est vice-président du syndicat Unia et membre du conseil de fondation de plusieurs institutions de prévoyance. Il est président de Proparis, la caisse de prévoyance des arts et métiers qui a obtenu gain de cause dans l'arrêt du Tribunal fédéral précité.*

## Changement d'affiliation

# Un choix commun

Un nouvel arrêt du Tribunal fédéral (9C\_409/2019 du 5 mai 2020, voir pages précédentes) confère au personnel un rôle crucial en cas de changement de l'institution de prévoyance professionnelle. Quelles en sont les conséquences pratiques?

### Quelle est la valeur de cet arrêt pour les travailleurs?

Il représente une victoire pour les intérêts des travailleurs. En cas de changement d'affiliation, le personnel doit être impliqué à un stade précoce et donner son accord à la nouvelle solution.

### Sous quelle forme cela doit-il se faire?

S'il existe une représentation légitime des travailleurs, réglée par une convention collective de travail, par exemple, j'estime que celle-ci a le pouvoir de donner cet accord. A défaut, les signatures de tous les travailleurs seront nécessaires. Dans les entreprises de 50 travailleurs ou plus, la loi sur la participation est également applicable. Au premier chef, le changement d'affiliation est une question qui concerne les PME et le secteur des institutions collectives. D'ailleurs, certaines caisses de pensions, surtout en Suisse romande, procèdent déjà comme le recommande le Tribunal fédéral.

**Le Tribunal fédéral relève que les travailleurs doivent être impliqués activement dans le choix de la nouvelle solution de prévoyance. Comment**

### peut-on vérifier que l'employeur fournit les informations nécessaires et que les discussions internes sont menées comme il se doit?

Un tel contrôle n'est pas réalisable. Par contre, il est certainement du devoir des syndicats de suivre cette mise en œuvre de près et de soutenir les travailleurs dans cette discussion. Les nombreuses demandes qui parviennent à Unia en la matière montrent bien que les travailleurs s'intéressent à leur solution de prévoyance, même si le sujet mobilise évidemment davantage les travailleurs âgés que les jeunes.

### Est-ce que les travailleurs ont les connaissances nécessaires pour prendre une telle décision?

Il n'existe aucun argument valable contre la transparence et la démocratie. Nous sommes le pays de la démocratie directe. Les citoyens suisses peuvent voter au sujet d'avions de chasse et de réformes de la prévoyance vieillesse qui se chiffrent en milliards de francs. Il n'y a donc pas de raison de leur refuser le droit de participer au choix de leur propre plan de prévoyance.

### Est-ce que le fait que l'ancienne institution de prévoyance doive vérifier si les travailleurs ont donné leur accord à la résiliation peut poser un problème?

Si l'employeur a pris la décision après entente avec les travailleurs, non. Il ne peut tout simplement plus décider seul avec le courtier s'il doit changer et quel nouveau prestataire il doit choisir. Un employeur doit être en mesure de produire des arguments clairs et convaincants pour expliquer le changement à ses travailleurs. C'est une décision qui doit être prise en commun; et c'est tant mieux, car le 2<sup>e</sup> pilier repose sur le principe du partenariat social. |

**Interview: Kaspar Hohler**

WERBUNG

PUBLICITÉ



## Pensionskassenführung für Stiftungsräte

20. und 27. Oktober 2020, Zürich-Flughafen

Infos und Anmeldung unter [vps.epas.ch](https://vps.epas.ch)



vps.epas

# Sammel- und Gemeinschafts- einrichtungen

Tagung für Geschäftsführer, Stiftungsräte und  
Kadermitarbeitende zu aktuellen Fragen

**Donnerstag, 10. September 2020, Zürich-Flughafen**

In der beruflichen Vorsorge gewinnen die Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen eine immer grössere Bedeutung. Als Player im Markt mit zahlreichen Firmenanschlüssen, müssen sie sich mit ganz anderen Fragen befassen, als eine Firmenpensionskasse. Diese Tagung ist auf Fragestellungen von Vorsorgeeinrichtungen mehrerer Arbeitgeber ausgerichtet.

**Der Individualisierungsgrad von Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen**

Jan Koller, Dr. oec., c-alm

**Die neue Weisung der OAK BV bezüglich der Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen**

Vera Kupper Staub, Präsidentin  
Oberaufsichtskommission BV

**Risikoidentifizierung durch den Stiftungsrat**

Philippe Weber, eidg. dipl. PK-Leiter,  
avenirplus AG

**Preisverleihung der Stiftung  
Eigenverantwortung**

Hanspeter Konrad, lic. iur., Präsident  
Stiftung Eigenverantwortung

**Peer-Vergleich: Stabilitätsfaktoren von Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen**

Jeannette Leuch, MBA, Partnerin invalue

**Austausch zur aktuellen Lage**

Isabelle Amschwand, Stiftungsrats-  
präsidentin FCT

Sergio Bortolin, Geschäftsführer Asga

Vital Stutz, Stiftungsratspräsident Gemini

*Weitere Informationen finden Sie unter  
[vps.epas.ch](http://vps.epas.ch).  
Programmänderungen vorbehalten.*

**Ort**  
Radisson Blu Hotel,  
8058 Zürich-Flughafen

**Zeit**  
13.30 – 17.30 Uhr,  
anschliessend Apéro riche

**Kosten, Credit Points und  
Anmeldung unter [vps.epas.ch](http://vps.epas.ch)**

**Auskünfte**  
vps.epas  
Rita Käslin  
+41 (0)41 317 07 60  
[rk@vps.epas.ch](mailto:rk@vps.epas.ch)  
[vps.epas.ch](http://vps.epas.ch)

**Partner**

inter\_pension

STIFTUNG  
EIGENVERANTWORTUNG

**Credit Points**



Umwandlungssatz

# Innovation statt Jammern und Ausblutung

Seit Jahren wird über die gesetzlichen Rahmenbedingungen in der beruflichen Vorsorge lamentiert. Ausser von einigen Umverteilungsfetischisten wird allgemein anerkannt, dass der Umwandlungssatz zu hoch ist.

IN KÜRZE

Das BVG schreibt Mindestleistungen vor. Wie diese finanziert werden, legt hingegen die Vorsorgeeinrichtung fest. Zusatzbeiträge sind zulässig.

Umhüllende Vorsorgeeinrichtungen können den Umwandlungssatz senken unter Anrechnung des überobligatorischen Altersguthabens. Nicht so reine BVG- oder BVG-nahe Kassen. Für 2018 beträgt laut der Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK BV) die Querfinanzierung infolge eines überhöhten Umwandlungssatzes 5.1 Mrd. Franken, für 2019 wird die Höhe auf 7.2 Mrd. Franken geschätzt.

Seit Jahren ist die notwendige Gesetzesrevision blockiert. Erstaunlicherweise ist bis heute nur wenig Phantasie darauf verwendet worden, im Rahmen des geltenden Rechts eine gesetzeskonforme Lösung zu suchen. Dabei hat sich vor anderthalb Jahrzehnten schon einmal das Bundesgericht ausführlich mit der Problematik des nicht finanzierten Mindestzinses und des zu hohen Umwandlungssatzes befasst und ist zu bemerkenswerten Schlüssen gekommen.

Doch dieses Bundesgerichtsurteil scheint in Vergessenheit geraten zu sein. Vielleicht liegt es daran, dass es nicht als Urteil der sozialrechtlichen Abteilung, sondern der zivilrechtlichen Abteilung gefällt wurde und deshalb damals nicht als Bundesgerichtsurteil mit der Abteilungszuweisung «V», sondern mit der damaligen Abteilung «II» publiziert wurde.

## Ausgangslage

Worum ging es? 2002 beantragte die Swiss Life – als Vollversicherer – die Genehmigung zur Einführung einer Risikoprämie für die Finanzierung der BVG-Mindestzinsgarantie und der BVG-Umwandlungssatzgarantie. Die Swiss Life machte geltend, dass der gemäss aArt. 12

BVV2 vorgeschriebene Mindestzinssatz von 4 Prozent mit einer auf Sicherheit angelegten Anlagepolitik nicht mehr erzielt werden könne. Weiter sei der in aArt. 17 BVV2 festgelegte Mindestumwandlungssatz für die Altersrente von 7.2 Prozent infolge der erhöhten Lebenserwartung heute zu hoch, sodass im Zeitpunkt der Pensionierung eine Finanzierungslücke entstehe.

Die Einführung dieser Risikoprämie wurde vom Bundesamt für Privatversicherungen verweigert, da der Mindestzinssatz und der Mindestumwandlungssatz im obligatorischen Bereich durch zwingendes öffentliches Recht vorgegeben seien. Die Erhebung einer Zusatzprämie, um diese Sätze zu garantieren, komme einer Umgehung der entsprechenden gesetzlichen Vorgaben gleich. Der vom Bundesrat festgelegte BVG-Mindestzinssatz bilde in Zeiten sinkender Kapitalerträge ein Anlagerisiko und gehöre nicht zu den Versicherungsrisiken, für die das Gesetz Leistungen der obligatorischen beruflichen Vorsorge vorsehe.

Hinsichtlich des Umwandlungssatzes, der die Tarifierung des Langlebkeitsrisikos erfasse, müssten die Anbieter im Bereich der beruflichen Vorsorge – Vorsorgeeinrichtungen und Lebensversicherer – das gesetzliche Minimum garantieren. Jede Auferlegung einer Zusatzprämie zulasten der Kunden wirke faktisch als Senkung des vom Bundesrat festgelegten minimalen Umwandlungssatzes und sei deshalb unzulässig. Die damals noch aktive Eidgenössische Rekurskommission für die Aufsicht über die Privatversicherung bestätigte diesen Entscheid.



**Hans-Ulrich Stauffer**

Dr. iur., Advokat, Rechtskonsulent  
im Bereich der beruflichen Vorsorge

Das Bundesgericht sah die Sache jedoch anders.<sup>1</sup> Die Erwägungen des Bundesgerichts sind besonders heute von allergrösster Bedeutung und nach wie vor lesenswert. Es stellte fest, dass das Bundesamt und die Rekurskommission zu Unrecht davon ausgegangen seien, der BVG-Mindestzinssatz und der BVG-Umwandlungssatz könnten im obligatorischen Bereich grundsätzlich und systeminhärent nicht mit zusätzlichen Leistungen der Versicherungsnehmer gedeckt werden.

Dem Entscheid legt das Bundesgericht die gesetzliche Ausgestaltung der beruflichen Vorsorge zugrunde. Vorsorgeeinrichtungen regeln das Beitragssystem und die Finanzierung so, dass die Leistungen im Rahmen des Gesetzes bei Fälligkeit erbracht werden können (Art. 65 Abs. 2 BVG). Mit Blick auf die Pflicht zur Sicherstellung müssten die Einnahmen mindestens so hoch sein, dass die Vorsorgeeinrichtungen ihre Verbindlichkeiten erfüllen können.<sup>2</sup>

Da im obligatorischen Bereich die gesetzlich vorgeschriebenen Leistungen nicht reduziert werden dürfen, käme – nach Erschöpfung der Reserven – zur Behebung von Unterdeckungen praktisch nur die Erschliessung zusätzlicher Einnahmen in Betracht. Die Höhe der Beiträge sei nicht direkt im Gesetz geregelt, sondern werde von den Vorsorgeeinrichtungen grundsätzlich frei festgelegt. Die Gesamteinnahmen (das heisst im Wesentlichen die Beiträge und die Kapitalerträge) müssten aber ausreichen, um die Verbindlichkeiten decken zu können. Je höher die Kapitalerträge seien, desto tiefer dürften die Beiträge sein. Dasselbe gelte auch umgekehrt: Gingen die Kapitalerträge zurück, müssten allenfalls – nach Erschöpfung der Reserven – die Beiträge erhöht werden, um gleichbleibende Einnahmen zu erreichen (E. 3.2.1).

### Bundesgerichtliche Schlussforderungen

Aus dem gesetzlichen System ergebe sich, dass der durch Verordnung festgelegte Mindestzinssatz nur indirekt etwas

mit den effektiv erzielbaren oder erzielten Kapitalerträgen zu tun habe.

In erster Linie komme ihm eine leistungsseitige Funktion zu: Er bestimme (zusammen mit den lohnabhängigen Altersgutschriften) das Altersguthaben, aus dem sich die Höhe der Altersrente (und damit auch der Hinterlassenen- und Invalidenleistungen) berechne. Der Mindestzinssatz beeinflusse die zu erbringenden Leistungen. Je höher er sei, desto bedeutender seien diese sowie der zu ihrer Deckung erforderliche Finanzbedarf.

Welche Rendite die Vorsorgeeinrichtung auf ihren Aktiven tatsächlich erziele, hänge hingegen von den Kapitalmarktverhältnissen beziehungsweise ihrer Anlagestrategie sowie den entsprechenden Vorschriften ab und könne durch die gesetzliche Festlegung des Mindestzinssatzes nicht beeinflusst werden. Würden die effektiv erzielbaren Kapitalerträge und der Mindestzinssatz während längerer Zeit deutlich auseinanderklaffen, sei nicht ausgeschlossen, dass es zu einer gesetzwidrigen Unterdeckung komme, der längerfristig nur mit zusätzlichen Einnahmen begegnet werden könne (E. 3.2.2). Analoges gelte für den Umwandlungssatz (E. 3.2.3).

Die finale Feststellung des Bundesgerichts lautet: «Betreffen die Art. 14 und 15 BVG beziehungsweise Art. 12 und 17 Abs. 1 BVV 2 somit ausschliesslich die Leistungs- und nicht die Finanzierungsseite, werden diese Bestimmungen durch die von der Beschwerdeführerin beantragten Zusatzprämien nicht verletzt. Bei einer Versicherung, die auf dem System von Mindestleistungsvorgaben beruht, müssen die Einnahmen allenfalls auch mit Zusatzbeiträgen den Verbindlichkeiten angepasst werden können, soweit allfällige Reserven längerfristig erschöpft sind und keine anderen Einnahmen zur Verfügung stehen (E. 3.3).»

Das Thema der Zusatzbeiträge findet sich ein Jahrzehnt später wieder in der bundesrätlichen Vorlage «Altersvorsorge 2020».<sup>3</sup> Allerdings sind dort die Zusatzbeiträge vorgesehen für die Finanzierung der Übergangsgeneration, während später aufgrund des gesenkten Umwand-

lungssatzes keine Zusatzfinanzierung mehr nötig wäre.

### Lösung der Auffangeinrichtung

Weshalb die Schlussfolgerungen des Bundesgerichts über den damaligen Tag hinaus nicht von Bedeutung sein sollten, ist nicht ersichtlich. «... müssen die Einnahmen allenfalls auch mit Zusatzbeiträgen den Verbindlichkeiten angepasst werden können», das gilt doch auch heute noch. Hier liegt der Schlüssel für BVG- und BVG-nahe Vorsorgeeinrichtungen.

Eine dieser BVG- und BVG-nahen Vorsorgeeinrichtungen ist die Stiftung Auffangeinrichtung, die ex lege Zwangsanschlüsse nur zur Durchführung des gesetzlichen Obligatoriums vornehmen darf und auch bei freiwilligen Anschlüssen im Wesentlichen nur die Versicherung nach BVG anbietet. Die Auffangeinrichtung ist demnach von den falschen Parametern extrem betroffen.

Auf Anfang 2020 schaffte die Auffangeinrichtung Remedur. Sie hat ihr Reglement erweitert und Art. 38a ins Reglement aufgenommen.<sup>4</sup> Nebst dem Spar-, Risiko- und Verwaltungskostenbeitrag kann die Auffangeinrichtung neu einen Rentenbeitrag erheben. Dieser dient zur Finanzierung der Pensionierungsverluste. Der Beitrag wird einem individuellen Rentenbeitragskonto gutgeschrieben. Kommt es in der Auffangeinrichtung zu einer Pensionierung, wird die Rente aus dem effektiven Altersguthaben berechnet und das Zusatzkonto zur Finanzierung des Pensionierungsverlusts verwendet. Tritt ein Freizügigkeitsfall ein oder erfolgt ein Kapitalbezug, wird das Rentenbeitragskonto hingegen zusätzlich zum Altersguthaben ausbezahlt. Die Reglementsergänzung erfolgte durch Beschluss des paritätisch besetzten Stiftungsrats.

Eine faire Lösung. Wenn sich die Politik nicht bewegt, können sich zumindest Vorsorgeeinrichtungen bewegen. |

<sup>1</sup> Urteil des Bundesgerichts vom 12. März 2004, publiziert als BGE 130 II 258.

<sup>2</sup> E. 3.2.1 mit Verweis auf BGer-Urteil 2A.101/2000 vom 26. November 2001, E. 2a.

<sup>3</sup> Botschaft zur Reform der Altersvorsorge 2020 vom 19. November 2014, Separata, 74 f.

<sup>4</sup> Reglement abrufbar unter <https://doc.aeis.ch/docs/pdfs/2717.pdf>.

Taux de conversion

# L'innovation plutôt que les lamentations et l'hémorragie

Cela fait des années que les conditions-cadres légales de la prévoyance professionnelle sont critiquées. À l'exception de quelques défenseurs inconditionnels du taux de conversion, la plupart des observateurs reconnaissent que celui-ci est trop élevé.

EN BREF

La LPP prescrit des prestations minimales. Leur financement est en revanche fixé par l'institution de prévoyance. Les cotisations supplémentaires sont licites.

Les institutions de prévoyance enveloppantes peuvent abaisser le taux de conversion en tenant compte de l'avoie de vieillesse surobligatoire. Il n'en va pas de même des caisses LPP pures ou proches de la LPP. Selon la Commission de haute surveillance de la prévoyance professionnelle (CHS PP), le financement croisé découlant d'un taux de conversion excessif s'élève à 5.1 milliards de francs pour 2018 et le montant est estimé à 7.2 milliards de francs pour 2019.

La révision nécessaire de la loi est bloquée depuis des années. Étonnamment, peu d'efforts ont été consacrés à ce jour à la recherche d'une solution conforme à la loi dans le cadre du droit en vigueur. Pourtant, il y a une quinzaine d'années, le Tribunal fédéral s'était déjà intéressé de près à la problématique du taux d'intérêt minimal non financé et du taux de conversion trop élevé et était parvenu à des conclusions remarquables.

Cet arrêt du Tribunal fédéral semble cependant être tombé dans l'oubli. Cela s'explique peut-être par le fait que cet arrêt a été rendu par la Cour de droit civil et non par la Cour de droit social et qu'il n'ait donc pas été publié à l'époque en tant qu'arrêt du Tribunal fédéral de la Cour «V», mais de l'ancienne Cour «II».

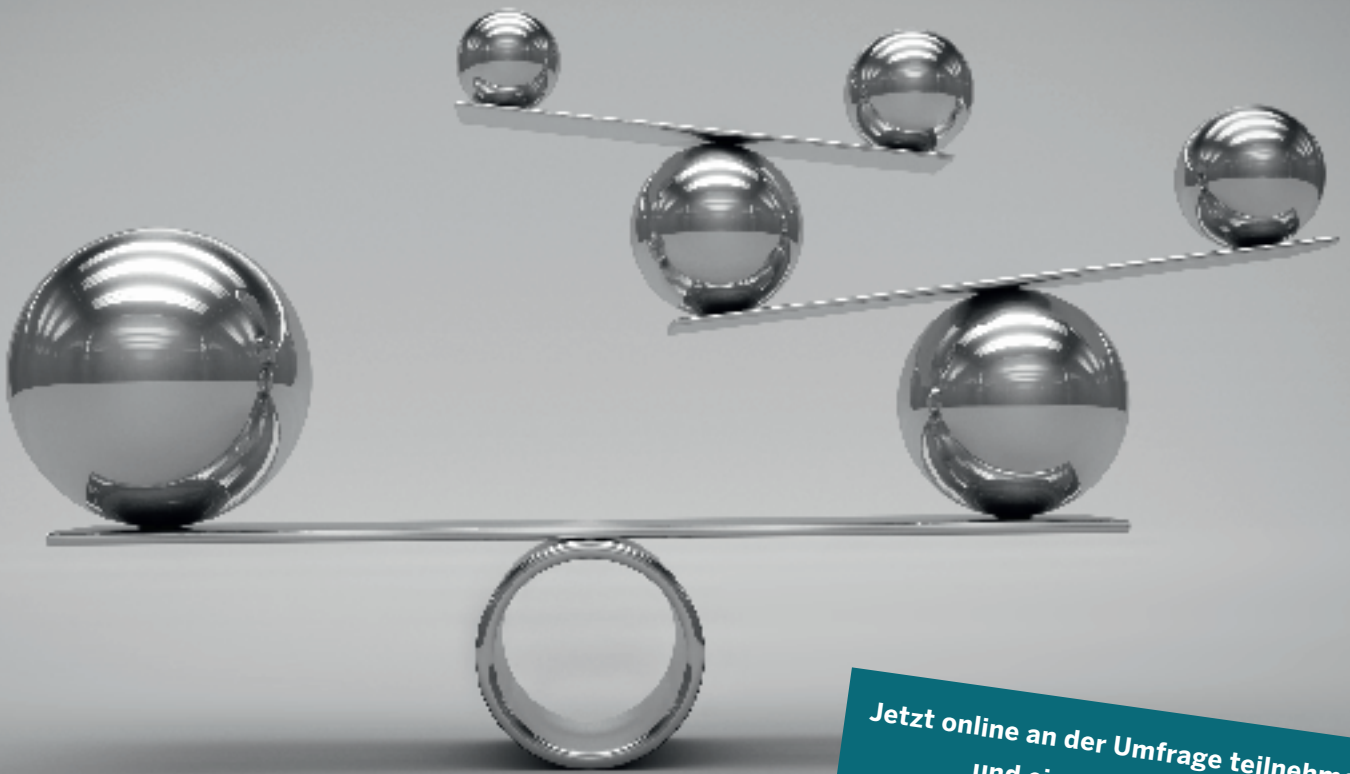
## Contexte

De quoi s'agissait-il? En 2002, Swiss Life en sa qualité d'assureur complet avait demandé l'approbation en vue de l'introduction d'une prime de risque pour le financement de la garantie minimale LPP et de la garantie du taux de conversion LPP. Swiss Life avait fait

valoir que le taux d'intérêt minimal de 4% prescrit par l'ancien art. 12 OPP 2 ne pouvait plus être atteint avec une politique de placement basée sur la sécurité. Par ailleurs, le taux de conversion minimal pour la rente de vieillesse de 7.2% défini par l'ancien art. 17 OPP 2 serait aujourd'hui trop élevé compte tenu de l'espérance de vie accrue, générant ainsi une lacune de financement à la date de la retraite.

L'Office fédéral des assurances privées avait refusé d'introduire cette prime de risque, car le taux d'intérêt minimal et le taux de conversion minimal dans le régime obligatoire étaient prescrits par le droit public contraignant. La perception d'une prime supplémentaire afin de garantir ces taux s'apparenterait à un contournement des prescriptions légales correspondantes. En des temps de baisse des revenus du capital, le taux d'intérêt minimal LPP fixé par le Conseil fédéral constituerait un risque de placement et ne relèverait pas des risques d'assurance pour lesquels la loi prévoit des prestations de la prévoyance professionnelle obligatoire.

Concernant le taux de conversion qui couvre la tarification du risque de longévité, les prestataires dans le domaine de la prévoyance professionnelle (institutions de prévoyance et assureurs vie) devraient garantir le minimum légal. Toute imposition d'une prime supplémentaire à la charge des clients agirait dans les faits comme une réduction du taux de conversion minimal fixé par le Conseil fédéral et serait donc illicite. La Commission fédérale de recours en matière de surveillance des assurances privées qui était



Jetzt online an der Umfrage teilnehmen  
und einen kostenlosen  
Perspektiv Check erhalten:  
[www.perspektivpro.ch](http://www.perspektivpro.ch)

## Unabhängige Umfrage zu den Perspektiven der 2. Säule

Die Volatilität ist zurück und der Wirtschaftsmotor stottert. Auch Experten sind sich uneinig, welche Folgen die Pandemie auf die 2. Säule haben wird. Es drohen Verwerfungen auf den Kapitalmärkten, aber auch Veränderungen, die die Arbeitskultur, die Lohnstruktur und damit die Entwicklung der Versichertenstruktur und der Beitragszahlungen betreffen.

**Kostenloser Perspektiv Check für Ihre Pensionskasse:** Sich mit den möglichen Szenarien und deren Auswirkungen auf die Pensionskasse auseinanderzusetzen ist ein wichtiges Führungsthema. Jeder Teilnehmer der Umfrage erhält eine kostenlose Analyse zur aktuellen und perspektivischen szenarioabhängigen Stabilität der eigenen Pensionskasse und einen Vergleich zur Peer.

**Erfahren Sie mehr über die Inhalte der Umfrage und der individuellen Auswertung und nehmen Sie an der Umfrage teil:** [www.perspektivpro.ch](http://www.perspektivpro.ch).

Vielen Dank für Ihren Beitrag zur «Perspektive Schweizer Pensionskassen»! Ihre Daten werden selbstverständlich vertraulich behandelt und ausschliesslich anonymisiert verglichen.

Die Umfrage führt vps.epas gemeinsam mit der invalue ag und der Universität St. Gallen, Institut für Operations Research und Computational Finance (ior/cf-HSG) durch. Namhafte Experten leisten Beiträge und interpretieren die Ergebnisse der Befragung.

**LIBERA**  
Vorsorgeexperten

**Dipeka AG**  
Vorsorge- und Versicherungsmanagement

**invalue**

CC Security Analysis  
ior/cf-HSG  
Universität St. Gallen

**ALLVISA** | **VORSORGE**

**WillisTowersWatson**

  
**vps.epas**



encore active à l'époque a confirmé cette décision.

Le Tribunal fédéral n'était cependant pas de cet avis.<sup>1</sup> Les considérants du Tribunal fédéral sont particulièrement importants aujourd'hui et méritent toujours la lecture. Il a constaté que l'Office fédéral et la Commission de recours avaient supposé à tort que le taux d'intérêt minimal LPP et le taux de conversion LPP ne pourraient pas, en principe et de manière inhérente au système, être couverts par des prestations supplémentaires des preneurs d'assurance dans le régime obligatoire.

Le Tribunal fédéral base sa décision sur la conception légale de la prévoyance professionnelle. Les institutions de prévoyance règlent le système de cotisation et le financement de sorte que les prestations puissent être fournies à l'échéance dans le cadre de la loi (art. 65 al. 2 LPP). Dans la perspective de l'obligation de garantie, les revenus doivent au minimum être suffisamment élevés pour que les institutions de prévoyance puissent satisfaire à leurs engagements.<sup>2</sup>

Les prestations prescrites par la loi ne pouvant pas être réduites dans le régime obligatoire, seule l'obtention de recettes supplémentaires serait pratiquement envisageable, après épuisement des réserves, afin de remédier aux découverts. Le montant des cotisations ne serait pas directement réglé par la loi, mais serait en principe librement fixé par les institutions de prévoyance. Les revenus globaux (c'est-à-dire essentiellement les cotisations et les revenus du capital) devraient cependant suffire à couvrir les engagements. Plus les revenus du capital seraient élevés, plus les cotisations seraient faibles. L'inverse serait également vrai: au cas où les revenus du capital baisseraient, les cotisations devraient éventuellement être augmentées après épuisement des réserves pour parvenir à des revenus constants (consid. 3.2.1).

### Conclusions du Tribunal fédéral

Il ressort du système légal que le taux d'intérêt minimal fixé par ordonnance

n'a qu'un rapport indirect avec les revenus du capital effectivement réalisables ou réalisés.

Il a en premier lieu une fonction en termes de prestations: il détermine (conjointement avec les bonifications de vieillesse basées sur le salaire) l'avoir de vieillesse à partir duquel est calculé le montant de la rente de vieillesse (et donc aussi des prestations de survivants et d'invalidité). Le taux d'intérêt minimal influencerait les prestations à verser. Plus il serait élevé, plus celles-ci seraient importantes ainsi que le besoin financier nécessaire à leur couverture.

Le rendement que l'institution de prévoyance réalise effectivement sur ses actifs dépendrait en revanche de la situation sur le marché des capitaux ou de sa stratégie de placement ainsi que des prescriptions correspondantes et ne pourrait pas être influencé par la fixation légale du taux d'intérêt minimal. Si les revenus du capital pouvant effectivement être générés et le taux d'intérêt minimal venaient à diverger sensiblement sur une période prolongée, il ne serait pas exclu que l'on débouche sur un découvert illicite, que seules des recettes supplémentaires permettraient de combler à long terme (consid. 3.2.2). Il en va de même du taux de conversion (consid. 3.2.3).

La constatation finale du Tribunal fédéral<sup>3</sup> est la suivante: «Si les art. 14 et 15 LPP ou 12 et 17 al. 1 OPP 2 concernent ainsi exclusivement le volet des prestations et non du financement, ces dispositions ne sont pas enfreintes par les primes supplémentaires demandées par la requérante. Dans une assurance qui repose sur le système des prescriptions de prestations minimales, les revenus doivent éventuellement pouvoir être adaptés aux dettes avec des cotisations supplémentaires, pour autant que les réserves éventuelles soient épuisées à long terme et qu'il n'y ait aucun autre revenu disponible (consid. 3.3).»

Le thème des cotisations supplémentaires se retrouve une décennie plus tard dans le projet «Prévoyance vieillesse 2020» du Conseil fédéral. Les cotisations supplémentaires y sont toutefois prévues pour le financement de la génération

transitoire, alors qu'aucun financement supplémentaire ne serait plus requis ultérieurement en raison de l'abaissement du taux de conversion.

### Solution de l'Institution supplétive

On ne voit pas pourquoi les conclusions du Tribunal fédéral de l'époque ne seraient plus significatives aujourd'hui. La règle selon laquelle «...les revenus doivent éventuellement pouvoir être adaptés aux dettes avec des cotisations supplémentaires» s'applique encore aujourd'hui. C'est là que réside la clé pour les institutions de prévoyance LPP et proches de la LPP.

La Fondation institution supplétive est l'une de ces institutions de prévoyance LPP et proches de la LPP, qui est autorisée de par la loi à effectuer des affiliations forcées uniquement pour mettre en œuvre le régime obligatoire légal et qui, même pour les affiliations facultatives, ne propose essentiellement que l'assurance selon la LPP. L'Institution supplétive est donc extrêmement concernée par les mauvais paramètres.

Début 2020, l'Institution supplétive y a remédié en élargissant son règlement et en y intégrant l'art. 38a.<sup>4</sup> En plus de la cotisation d'épargne, de la cotisation de risque et de la cotisation de frais de gestion, l'Institution supplétive peut désormais percevoir une cotisation de rente. Elle lui permet de financer les pertes sur les retraites. La cotisation est créditée sur un compte individuel de cotisation de rente. En cas de retraite dans l'Institution supplétive, la rente est calculée sur la base de l'avoir de vieillesse effectif et le compte supplémentaire est utilisé pour le financement de la perte sur les retraites. Si un cas de libre passage survient ou en cas de versement d'un capital, l'avoir sur le compte de cotisation de rente est en revanche versé en plus de l'avoir de vieillesse. L'amendement du règlement est intervenu suite à une décision du conseil de fondation paritaire.

Une solution équitable. Si la politique ne fait rien, les institutions de prévoyance pourraient au moins prendre le relais. |

Hans-Ulrich Stauffer

<sup>1</sup> Arrêt du Tribunal fédéral du 12 mars 2004; publié en tant qu'ATF 130 II 258.

<sup>2</sup> Consid. 3.2.1 avec renvoi à l'arrêt du TF 2A.101/2000 du 26 novembre 2001, consid. 2a.

<sup>3</sup> Message du 19 novembre 2014 concernant la réforme de la prévoyance vieillesse 2020, séparément, p. 74 s.

<sup>4</sup> Règlement consultable sur <https://doc.aeis.ch/docs/pdfs/2553.pdf>.

Art. 47a BVG

# Praktische Umsetzung der freiwilligen Weiterversicherung

Im Rahmen der aktuellen EL-Reform erfolgt auch ein Ausbau der freiwilligen beruflichen Vorsorge bei Ausscheiden aus der obligatorischen Versicherung nach Vollendung des 58. Altersjahres. Die Massnahmen für ältere Arbeitslose in der beruflichen Vorsorge treten am 1. Januar 2021 in Kraft.

## IN KÜRZE

Bei den erforderlichen Umsetzungsarbeiten zur Einführung der freiwilligen Weiterversicherung nach Art. 47a BVG dürften sich die Vorsorgeeinrichtungen mit diversen noch offenen Fragen konfrontiert sehen.

Der neu geschaffene Art. 47a BVG soll die bisherigen Möglichkeiten der freiwilligen Weiterversicherung in der beruflichen Vorsorge mit einem spezifischen gesetzlichen Anspruch für Personen, die allmählich auf das Ende ihrer Erwerbskarriere zusteuern, ergänzen. So sollen Personen, denen nach Vollendung des 58. Altersjahres seitens ihres Arbeitgebers die Kündigung ausgesprochen wird, ihrer bisherigen Vorsorgeeinrichtung unterstellt bleiben können.<sup>1</sup> Damit wird ihnen unter anderem bei Erreichen des reglementarischen ordentlichen Rentenalters der Bezug des geäuften Altersguthabens in Rentenform ermöglicht.

## Umfang der freiwilligen Weiterversicherung

Im Anwendungsbereich von Art. 47a BVG steht es der freiwillig versicherten Person offen, ihre Altersvorsorge weiter aufzubauen.<sup>2</sup> Sie hat somit die Wahl zwischen der Leistung von Sparbeiträgen oder der beitragsfreien Weiterführung der Altersvorsorge. Hingegen ist sie verpflichtet, sich für die Risiken Tod und Invalidität weiterversichern zu lassen.<sup>3</sup> In jedem Fall hat die freiwillig versicherte Person somit Risiko- und (allfällige) Verwaltungskostenbeiträge gegenüber der Vorsorgeeinrichtung zu leisten.

Darüber hinaus können die Vorsorgeeinrichtungen in ihren Reglementen vor-

sehen, dass auf Verlangen der versicherten Person für die gesamte Vorsorge oder nur für die Altersvorsorge ein tieferer als der bisherige Lohn versichert wird.<sup>4</sup>

## Administrativer Mehraufwand

Wer sich freiwillig weiterversichert, hat sämtliche Kosten (Arbeitnehmer-/Arbeitgeberbeiträge) alleine, mithin ohne finanzielle Beteiligung eines Arbeitgebers, zu tragen. Dies zeitigt auch Auswirkungen auf das Inkassoverfahren der Vorsorgeeinrichtungen, die sich künftig nicht mehr nur mit dem Arbeitgeber als alleinigem Beitragsschuldner<sup>5</sup> für das Versichertenkollektiv konfrontiert sehen, sondern auch gegenüber freiwillig versicherten Einzelpersonen entsprechende Beitragsforderungen geltend machen müssen. Das ist mit zusätzlichem administrativen Aufwand verbunden (Korrespondenz, Rechnungen, allfällige Mahnungen und Betreibungen auf Personenebene).

Die Vorsorgeeinrichtungen sehen sich bei der Durchführung der freiwilligen Weiterversicherung zudem vor die Herausforderung gestellt, die freiwillig versicherte Person, die aus dem Arbeitsverhältnis mit ihrem früheren Arbeitgeber ausgeschieden ist, im System dennoch mit dem bisherigen Versichertenkollektiv zu verknüpfen. Erst dadurch kann der gesetzgeberische Auftrag, die freiwillig



**Isabelle Vetter-Schreiber**

Dr. iur., Rechtsanwältin,  
Hubatka, Müller & Vetter



**Claudia Caderas**

MLaw, Rechtsanwältin,  
Swiss Life

<sup>1</sup> Vgl. Art. 47a Abs. 1 i.V.m. Art. 49 Abs. 2 Ziff. 6a BVG (Fassung per 1. Januar 2021).

<sup>2</sup> Vgl. Art. 47a Abs. 2 Satz 1 und 2 BVG.

<sup>3</sup> Vgl. Art. 47a Abs. 3 BVG.

<sup>4</sup> Vgl. Art. 47a Abs. 7 Satz 2 BVG.

<sup>5</sup> Der Arbeitgeber schuldet der Vorsorgeeinrichtung (grundsätzlich) die gesamten Beiträge (vgl. Art. 66 Abs. 2 Satz 1 BVG).

versicherte Person den im gleichen Kollektiv aufgrund eines bestehenden Arbeitsverhältnisses Versicherten gleichzustellen (insbesondere in Bezug auf Zins und Umwandlungssatz),<sup>6</sup> zuverlässig erfüllt werden.

Im Rahmen der versicherungstechnischen Verwaltung ist seitens der Vorsorgeeinrichtungen überdies zu gewährleisten, dass die Versicherungsleistungen nach einer zweijährigen Dauer der freiwilligen Weiterführung der Vorsorge nur noch in Rentenform bezogen und die Austrittsleistung nicht mehr für Wohneigentum zum eigenen Bedarf vorbezogen oder verpfändet werden kann.<sup>7</sup>

### Frist- und Formerfordernisse

Innert welcher Frist und in welcher Form die an einer freiwilligen Weiterführung der Vorsorge interessierte Person den Verbleib in der bisherigen Vorsorgeeinrichtung und den konkreten Umfang der Weiterversicherung (ob mit oder ohne Alterssparen und auf welchem Lohnniveau, sofern bezüglich Letzterem eine reglementarisch eingeräumte Gestaltungsfreiheit besteht) zu beantragen hat, lässt das Gesetz offen.

Es spricht – insbesondere aus verwaltungstechnischen Gründen – grundsätzlich nichts dagegen, wenn die Vorsorgeeinrichtungen den erforderlichen Antrag der versicherten Person auf Weiterversicherung gestützt auf eine reglementarische Grundlage innert einer bestimmten, angemessenen Frist verlangen und allenfalls an eine bestimmte Form knüpfen. Damit wird bei Verstreichlassen beziehungsweise bei Verletzen des Formerfordernisses das Recht auf Weiterversicherung verwirkt.

Fraglich ist, ob es den Vorsorgeeinrichtungen auch gestattet ist, die freiwillig versicherte Person auf ihre anfänglich getroffene Wahl hinsichtlich des Umfangs der Weiterversicherung (ob mit oder ohne Alterssparen und auf welchem Lohnniveau) unwiderruflich zu behaften oder ob sie ihr eine Anpassungsmöglichkeit (wiederum allenfalls an bestimmte Frist- und Formerfordernisse geknüpft)

zugustehen haben. Schliesslich hat die freiwillig versicherte Person für den Nachweis der Unfreiwilligkeit hinsichtlich der erfolgten Auflösung des Arbeitsverhältnisses wohl auch eine Kopie der seitens des Arbeitgebers ausgesprochenen Kündigung einzureichen.

### Wirkung eines Wechsels der Vorsorgeeinrichtung

Unklar ist, ob sich an der Zugehörigkeit der freiwillig versicherten Person zum Versichertenkollektiv des früheren Arbeitgebers im Falle eines Wechsels der Vorsorgeeinrichtung etwas ändert. Um das gesetzlich ausdrücklich in Art. 47a Abs. 5 BVG verankerte Gleichbehandlungsgebot einhalten zu können, ist wohl davon auszugehen, dass die freiwillig versicherte Person im Falle eines Wechsels der Vorsorgeeinrichtung durch den früheren Arbeitgeber mit dem Versichertenkollektiv mitwechselt.

Der bei der freiwilligen Weiterversicherung gesetzlich garantierte «bisherige Umfang»<sup>8</sup> des Versicherungsschutzes bezieht sich insbesondere auf den bisher versicherten Lohn der freiwillig versicherten Person und ist auch durch die neue Vorsorgeeinrichtung zu gewährleisten, vorausgesetzt, dass diese einen Vorsorgeschutz in entsprechendem Umfang anbietet.<sup>9</sup> Im Übrigen können sich die Vertragskonditionen für die freiwillig versicherte Person bei einem Wechsel der Vorsorgeeinrichtung jedoch ändern (zum Beispiel die Höhe der Spar- und Risikobeiträge).

### Gleichbehandlung und Solidarität

Das Gleichbehandlungsgebot greift auch bei einer (nicht individualisierten) Einzahlung durch den früheren Arbeitgeber oder «einen Dritten» in die Vorsorgeeinrichtung. Letztere wird dadurch verpflichtet, diese Mittel allen Versicherten des Kollektivs – mithin auch der freiwillig versicherten Person – in gleicher Weise zugutekommen zu lassen. In der Einhaltung des Gleichbehandlungsge-

botes durch die Vorsorgeeinrichtung erschöpft sich wohl aber die Bedeutung von Art. 47a Abs. 5 BVG. Darüber hinaus kann der frühere Arbeitgeber nicht etwa zu Zahlungen zugunsten der freiwillig versicherten Person verpflichtet werden (zum Beispiel in Form der Finanzierung einer Überbrückungsrente).

Schliesslich steht das Gleichbehandlungsgebot dem Solidaritätsprinzip gegenüber, das sich unter anderem im Rahmen von Massnahmen zur Behebung einer Unterdeckung in der Verpflichtung der Versicherten zur Leistung von Sanierungsbeiträgen widerspiegeln kann.<sup>10</sup> Es ist nach Auffassung der Autorenschaft kein Grund ersichtlich, die freiwillig versicherte Person nicht auch für eine allfällige Sanierung der Vorsorgeeinrichtung – zusammen mit den übrigen aktiven Versicherten des Kollektivs – zur Leistung von Sanierungsbeiträgen zu verpflichten.<sup>11</sup> Indem die freiwillig versicherte Person von allfälligen Einlagen ihres früheren Arbeitgebers (oder eines Dritten) mitprofitieren können soll, erscheint es sachgerecht, sie auch bei Sanierungsmassnahmen in die Pflicht zu nehmen. |

<sup>6</sup> Vgl. Art. 47a Abs. 5 in fine BVG.

<sup>7</sup> Vgl. Art. 47a Abs. 6 Satz 1 BVG; vorbehalten bleiben reglementarische Bestimmungen, die die Ausrichtung der Leistungen nur in Kapitalform vorsehen (vgl. Satz 2).

<sup>8</sup> Vgl. Art. 47a Abs. 1 BVG.

<sup>9</sup> Eine Vorsorgeeinrichtung, die zum Beispiel lediglich einen Vorsorgeschutz nach BVG anbietet, kann selbstredend nicht dazu verpflichtet werden, der freiwillig versicherten Person einen umhüllenden Vorsorgeschutz zu ermöglichen, den sie bei der bisherigen Vorsorgeeinrichtung aufwies.

<sup>10</sup> Vgl. Art. 65d Abs. 3 lit. a BVG.

<sup>11</sup> Gemäss den BSV-Mitteilungen Nr. 152, datierend vom 6. Mai 2020, Rz. 1032, Seite 9, soll dies nicht für den Arbeitgeberanteil des Sanierungsbeitrags gelten.

Art. 47a LPP

# Mise en œuvre pratique du maintien facultatif de l'assurance

La réforme actuelle des PC s'accompagne également d'un développement de la prévoyance professionnelle facultative lors de l'interruption de l'assurance obligatoire à partir de 58 ans. Les mesures afférentes aux chômeurs âgés dans la prévoyance professionnelle entreront en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2021.

EN BREF

Lors des travaux de mise en œuvre nécessaires pour l'introduction du maintien facultatif de l'assurance selon l'art. 47a LPP, les institutions de prévoyance devraient encore être confrontées à différentes questions en suspens.

Le nouvel art. 47a LPP doit compléter les possibilités actuelles de maintien facultatif de l'assurance dans la prévoyance professionnelle par un droit légal spécifique pour les personnes qui approchent lentement de la fin de leur carrière professionnelle. Ainsi, les personnes licenciées par leur employeur après 58 ans doivent pouvoir rester assujetties à leur institution de prévoyance actuelle.<sup>1</sup> De la sorte, elles ont notamment la possibilité de percevoir l'avoir de vieillesse cumulé sous forme de rente lorsqu'elles atteignent l'âge réglementaire de la retraite.

## Étendue du maintien facultatif de l'assurance

Dans le champ d'application de l'art. 47a LPP, la personne volontairement assurée est libre de poursuivre la constitution de sa prévoyance vieillesse.<sup>2</sup> Elle a ainsi le choix entre le versement de cotisations d'épargne ou le maintien sans cotisations de la prévoyance vieillesse. Elle est en revanche tenue de continuer à s'assurer pour les risques de décès et d'invalidité.<sup>3</sup> Dans tous les cas, la personne volontairement assurée doit ainsi s'acquitter de cotisations de risque et de contributions (éventuelles) aux frais administratifs vis-à-vis de l'institution de prévoyance.

De surcroît, les institutions de prévoyance peuvent prévoir dans leurs règle-

ments la possibilité pour l'assuré de maintenir sa prévoyance professionnelle ou sa seule prévoyance vieillesse pour un salaire inférieur au dernier salaire assuré.<sup>4</sup>

## Charge administrative supplémentaire

La personne qui opte volontairement pour le maintien de l'assurance doit assumer seule tous les coûts (cotisations salariales/cotisations de l'employeur) et donc sans participation financière d'un employeur. Il en résulte également des conséquences sur la procédure de recouvrement des institutions de prévoyance qui ne seront dorénavant plus seulement confrontées à l'employeur en tant qu'unique débiteur des cotisations<sup>5</sup> pour le collectif d'assurés, mais devront aussi faire valoir des créances de cotisations vis-à-vis de particuliers volontairement assurés. Des charges administratives supplémentaires (correspondance, factures, rappels et poursuites éventuelles au niveau personnel) en découleront.

Lors de la mise en œuvre du maintien facultatif de l'assurance, les institutions de prévoyance seront en outre confrontées au défi d'associer néanmoins dans le système la personne volontairement assurée qui a interrompu sa relation de travail avec son ancien employeur avec l'ancien collectif des assurés. Ce n'est qu'ainsi que le mandat légal de l'égalité de traitement (notamment en ce qui

<sup>1</sup> Cf. art. 47a al. 1 en relation avec l'art. 49 al. 2 ch. 6a LPP (version au 1<sup>er</sup> janvier 2021).

<sup>2</sup> Cf. art. 47a al. 2 phrases 1 et 2 LPP.

<sup>3</sup> Cf. art. 47a al. 3 LPP.

<sup>4</sup> Cf. art. 47a al. 7 phrase 2 LPP.

<sup>5</sup> L'employeur est (en principe) redevable de l'ensemble des cotisations à l'institution de prévoyance (cf. art. 66 al. 2 phrase 1 LPP).

concerne le taux d'intérêt et le taux de conversion)<sup>6</sup> entre la personne volontairement assurée et les personnes assurées dans le même collectif en raison d'une relation de travail existante pourra être satisfait de façon fiable.

Dans le cadre de la gestion actuarielle, les institutions de prévoyance doivent en outre garantir que les prestations d'assurance ne seront plus versées que sous forme de rente et que le versement anticipé ou la mise en gage de la prestation de sortie en vue de l'acquisition d'un logement pour ses propres besoins ne seront plus possibles, si le maintien facultatif de la prévoyance a duré plus de deux ans.<sup>7</sup>

### Exigences de délais et de forme

La loi ne précise pas dans quel délai et sous quelle forme la personne intéressée par le maintien facultatif de la prévoyance doit demander le maintien dans l'institution de prévoyance antérieure et l'étendue concrète du maintien de l'assurance (avec ou sans épargne vieillesse et à quel niveau de salaire, pour autant qu'il y ait une certaine liberté de conception accordée par le règlement à cet égard).

Notamment pour des raisons administratives, rien ne s'oppose en principe à ce que les institutions de prévoyance puissent, sur une base réglementaire, exiger un délai approprié et, le cas échéant, une certaine forme, pour la demande nécessaire de maintien de l'assurance par la personne assurée. Le droit au maintien de l'assurance est alors échu en cas d'expiration du délai ou de manquement à l'exigence de forme.

On peut se demander si les institutions de prévoyance ont également le droit de lier irrévocablement la personne volontairement assurée à son choix initial concernant l'étendue du maintien de l'assurance (avec ou sans épargne vieillesse et à quel niveau de salaire) ou si elles doivent lui accorder une possibilité d'adaptation (de nouveau éventuellement liée à certaines exigences de délai et de forme). Pour finir, la personne volontairement assurée doit sans doute

aussi présenter une copie du licenciement prononcé par l'employeur, afin d'attester du caractère involontaire de la résiliation des rapports de travail.

### Effet d'un changement de l'institution de prévoyance

Il n'apparaît pas clairement si l'appartenance de la personne volontairement assurée au collectif d'assurés de l'ancien employeur change en cas de changement d'institution de prévoyance. Afin de pouvoir respecter le principe de l'égalité de traitement expressément ancré par la loi à l'art. 47a al. 5 LPP, il faut sans doute partir du principe que la personne volontairement assurée est transférée avec le collectif d'assurés en cas de changement de l'institution de prévoyance par l'ancien employeur.

La «même mesure»<sup>8</sup> de la couverture d'assurance légalement garantie en cas de maintien facultatif de l'assurance se rapporte notamment au salaire précédemment assuré de la personne volontairement assurée et doit également être garantie par la nouvelle institution de prévoyance, à condition qu'elle propose une couverture de prévoyance équivalente.<sup>9</sup> Les conditions contractuelles pour la personne volontairement assurée peuvent par ailleurs changer en cas de changement de l'institution de prévoyance (par exemple le montant des cotisations d'épargne et de risque).

### Égalité de traitement et solidarité

Le principe d'égalité de traitement s'applique également dans le cas d'un versement (non personnalisé) par l'ancien employeur ou «un tiers» à l'institution de prévoyance. Cette dernière est ainsi tenue de permettre à tous les assurés du collectif et donc aussi à la personne volontairement assurée de bénéficier pareillement de ces fonds. On peut toutefois penser que la portée de l'art. 47a al. 5 LPP se limite au respect du principe d'égalité par l'institution de prévoyance.

L'ancien employeur ne peut par exemple pas être contraint d'effectuer des paiements en faveur de la personne volontairement assurée (par exemple sous la forme du financement d'une rente transitoire).

Le principe d'égalité de traitement s'oppose en effet au principe de solidarité, qui peut notamment se refléter dans l'obligation des assurés de verser des contributions d'assainissement dans le cadre des mesures visant à remédier à un découvert.<sup>10</sup> Les auteurs ne voient aucune raison pour laquelle la personne volontairement assurée ne serait pas elle aussi obligée de verser des contributions d'assainissement pour un assainissement éventuel de l'institution de prévoyance, conjointement avec les autres assurés actifs du collectif.<sup>11</sup> Puisque la personne volontairement assurée doit pouvoir profiter des apports éventuels de son ancien employeur (ou d'un tiers), il semble logique qu'elle soit également tenue de contribuer aux mesures d'assainissement. |

Isabelle Vetter-Schreiber  
Claudia Caderas

<sup>6</sup> Cf. art. 47a al. 5 in fine LPP.

<sup>7</sup> Cf. art. 47a al. 6 phrase 1 LPP; les dispositions réglementaires qui ne prévoient le versement des prestations que sous forme de capital demeurent réservées (cf. phrase 2).

<sup>8</sup> Cf. art. 47a al. 1 LPP.

<sup>9</sup> Une institution de prévoyance qui ne propose par exemple qu'une couverture de prévoyance selon la LPP ne peut évidemment pas être tenue d'offrir à la personne volontairement assurée une couverture de prévoyance enveloppante, dont elle bénéficie auprès de l'institution de prévoyance antérieure.

<sup>10</sup> Cf. art. 65d al. 3 let. a LPP.

<sup>11</sup> Selon le Bulletin de la prévoyance professionnelle n° 152 daté du 6 mai 2020, Cm 1032, page 9, cela ne doit pas s'appliquer à la part de l'employeur dans les contributions d'assainissement.

## Multinationale Abkommen und Arbeitgeber

# Nach dem Brexit – was gilt?

Am 31. Januar trat Grossbritannien aus der EU aus. Bis Ende 2020 gilt während der Übergangszeit das europäische Recht – was danach gelten soll, wird derzeit ausgehandelt. Trotz vieler offener Fragen sind einige Entwicklungen absehbar.

---

## IN KÜRZE

Am 31. Januar 2020 trat Grossbritannien aus der EU aus. Noch immer werden entscheidende Abkommen ausgehandelt. Die Mindeststandards werden wohl den Brexit überleben – für multinationale Arbeitgeber eröffnen sich auch Chancen.

---

Im Juni 2016 stimmte die britische Bevölkerung ab, die europäische Union zu verlassen. Vier Jahre später sind die Folgen dieser «Brexit»-Entscheidung immer noch unklar, mit offenen Fragen für Arbeitgeber und Versicherte bezüglich der beruflichen Vorsorge.

### Europäische Mindeststandards bleiben wohl gültig

Aktuell existiert die sogenannte IORP II-Richtlinie für betriebliche Vorsorgeeinrichtungen, die für alle EU-Mitgliedstaaten Mindeststandards in Bezug auf Investitionen, Finanzierung, Governance und Versichertenkommunikation festlegt. Die Aufsichtsbehörde des UK wird die darin enthaltenen Prinzipien der IORP II voraussichtlich auch im Fall des Hard Brexit umsetzen. Im Gegenzug wird von der EU eine Gleichwertigkeit der Vorsorgesysteme erwartet, wozu eine gewisse regulatorische Konsistenz erforderlich ist. Durch die Adoption der IORP II verschliesst man sich auch nicht dem allgemeinen Trend zur globalen Harmonisierung der Aufsichtsregulierung von Finanzinstituten (zu denen auch Vorsorgeeinrichtungen gehören).

Zudem hat die IORP II ebenfalls zum Ziel, dass Hindernisse von grenzüberschreitenden Tätigkeiten von Vorsorgeeinrichtungen abgebaut werden. Ein Beispiel dafür sind Vorsorgeeinrichtungen, die in einem anderen Mitgliedstaat liegen, um die Verwaltung der Leistungen zu zentralisieren. Obwohl die rechtlichen Grundlagen für grenzübergreifende Aktivitäten durch den Brexit im Prinzip wegfallen werden, könnten solche Vorsorgeeinrichtungen grundsätzlich immer noch wie bisher operieren.

### Viele offene Fragen im Grenzbereich

Die offenen rechtlichen und politischen Fragen finden sich im Grenzbereich, wo die Balance zwischen «Marktzugang» und «Konsistenz der Regulierung» austariert wird. Besonders heikel sind Fragen zur Gerichtsbarkeit: Welche richterliche Instanz entscheidet ultimativ über vorsorgerechtliche Streitfälle? Ist es der Gerichtshof der EU oder des UK? In der Übergangszeit ist es noch die EU. Die Auswirkungen der Covid-19-Krise auf die Brexit-Verhandlungen sind zurzeit ebenfalls unbekannt.

### Was bedeutet der Brexit für die Vorsorgeeinrichtungen und multinationalen Arbeitgeber?

Ein bedeutender Trend seit der Brexit-Entscheidung ist eine Abschwächung des britischen Pfunds gegenüber anderen Währungen, inklusive dem Schweizer Franken (siehe Grafik).

Daraus ergeben sich sowohl Herausforderungen als auch Chancen für Pensionskassen und multinationale Arbeitgeber:

- Schweizer Vorsorgeeinrichtungen könnten darunter leiden, da britische Anlagen in Schweizer Franken an Wert verlieren. Höhere Volatilität auf der Vermögens- und Verpflichtungsseite für britische Vorsorgeeinrichtungen ist zu erwarten.
- Multinationale Unternehmen mit britischen Tochtergesellschaften könnten dagegen davon profitieren, dass die Rentenverpflichtungen (insbesondere sogenannte Buy-out-Kosten) vergleichsweise geringer ausfallen.
- Multinationale Unternehmen können günstigere Garantien oder Finanzierungen für ihre UK-Pensionskassen



**Matthew Glass**  
Associate Director FIA CERA,  
Willis Towers Watson

anbieten. Als Gegenleistung kann der Arbeitgeber mehr Kontrolle über Entscheidungen bezüglich Investitionen, Finanzierung oder Leistungsniveaus verlangen.

### Krisen treffen Arbeitgeber sehr unterschiedlich – Covenant bleibt ein Thema

Im Vereinigten Königreich ist die Bereitschaft eines Arbeitgebers, seinen Pensionskassenverpflichtungen nachzukommen, auch nach dem Brexit ein zentrales Thema für die meisten Vorsorgeeinrichtungen. Dieser «Covenant»<sup>1</sup> bedeutet in diesem Zusammenhang die Fähigkeit und Bereitschaft des Arbeitgebers, die nötigen Beiträge in die Vorsorgeeinrichtung einzuzahlen. Dieser Covenant wird auf seine finanzielle Auswirkung hin analysiert und vielfach schriftlich dokumentiert. Er wird auch bei der Ermittlung der Risikostruktur und Sanierungsfähigkeit der Pensionskasse im Sinne einer holistischen Bewertung der Verpflichtungen als wichtiger Einflussfaktor herangezogen. Insbesondere wird dadurch der technische Zinssatz und damit der Deckungsgrad der Vorsorgeeinrichtung unmittelbar durch Modifikation von Bewertungsannahmen bei der Berechnung der Vorsorgeverpflichtungen beeinflusst.

In Zusammenhang mit dem Brexit (und auch Covid-19) sind Engagement-Themen noch wichtiger geworden, da gewisse Arbeitgeber sehr stark betroffen sind (insbesondere Firmen mit vielen Supply Lines oder Kunden in der EU). Dementsprechend werden Kosteneinsparungen und Risikomanagement an Bedeutung gewinnen.

### ... und für den Versicherten?

Die Vorsorgeleistungen vieler Arbeitnehmer sowohl in Grossbritannien als auch in der Schweiz werden vom Brexit weitgehend unberührt bleiben. Dennoch stellen sich Fragen im Zusammenhang mit den Leistungen für international mobile Arbeitnehmer. So ist beispielsweise bei der Ausreise ins Ausland die Möglichkeit der Barauszahlung von Freizügigkeitsleistungen gemäss EU-Recht auf das überobligatorische Altersguthaben beschränkt, wenn die Person

### Währungsschwankungen GBP vs. CHF seit 2015



Lesebeispiel: Im November 2015 war 1ritisches Pfund etwas mehr als 1.5 Franken wert, im Mai 2020 waren es noch gut 1.2 Franken (Quelle: Europäische Zentralbank).

### Enger Fahrplan mit mehreren Varianten

**Transition:** Am 31. Januar 2020 handelte Premierminister Boris Johnson ein Rückzugsabkommen aus und Grossbritannien wird per 1. Januar 2021 aus der EU austreten. Die Übergangszeit dauert vom 1. Februar bis am 31. Dezember 2020. Während diesen elf Monaten ist UK nicht mehr aktives EU-Mitglied, muss aber das europäische Recht einhalten – notabene ohne Mitspracherecht. Bis dahin gelten die EU-Gesetze und danach die Britischen. Wie dies aussehen wird, hängt sehr stark von der künftigen Beziehung zwischen der EU und des UK ab, insbesondere davon, ob

es bis Ende Jahr gelingt, ein Abkommen für neue Handelsregeln zu treffen.

**No-Deal-Brexit:** Wenn kein Handelsabkommen zwischen dem UK und der EU zustande kommt, müsste das Vereinigte Königreich die Regeln der Welthandelsorganisation (WTO) für den Handel mit der EU und anderen Ländern befolgen, bis ein Abkommen zur Umsetzung bereit ist.

**Hard Brexit:** Austritt ohne Beibehaltung der meisten Bande zu Europa. Das Königreich würde die Mitgliedschaft aufgeben und stattdessen eigene Zollregeln aktivieren.

in einem anderen Mitgliedstaat der EU weiter versicherungspflichtig ist. Wird die Einschränkung der Barauszahlung nach dem 31. Dezember 2020 aufgehoben? Solche Fragen sind noch nicht definitiv beantwortet. In den kommenden Monaten dürfte hierzu Klarheit geschaffen werden.

### Erhöhte Anlagerisiken wegen den Marktverwerfungen

Ferner dürfen die durch den Brexit und Covid-19 verursachten Marktunruhen nicht unerwähnt bleiben. So sind Mitglieder von Vorsorgeeinrichtungen mit UK-Beitragsprimatsplänen

(«Defined Contribution») und Schweizer «1e-Pläne» erhöhten Anlagerisiken ausgesetzt. Diese Versicherten sollten beachten, dass die Altersvorsorge typischerweise einen langfristigen Zeithorizont hat und Fluktuation bei den Anlagen normal ist. Für Versicherte, die sich dem Ruhestand nähern, wird jedoch ein Übergang zu weniger volatilen Anlagestrategien empfohlen. Arbeitgeber mit Pensionskassen, die reine Beitragsprimatspläne aufweisen, sollten sicherstellen, dass die erhöhten Anlagerisiken den Mitgliedern auch angemessen kommuniziert werden. |

<sup>1</sup> Wörtlich Pakt, siehe Artikel von Peter Zanella «Von der Anlagestrategie bis zum technischen Zinssatz», SPV 05-2019.

Accords internationaux et employeurs

# Après le Brexit – quelles règles s'appliquent?

Le 31 janvier, la Grande-Bretagne a quitté l'UE. Le droit européen reste applicable pendant la période de transition jusqu'à fin 2020, ce qui sera valable ensuite est actuellement en cours de négociation. Malgré de nombreuses questions ouvertes, certains développements s'esquissent.

En juin 2016, le peuple britannique avait voté en faveur de la sortie de l'Union européenne. Quatre ans plus tard, les conséquences du «Brexit» sont encore floues et de nombreuses questions subsistent pour les employeurs et les assurés en matière de prévoyance professionnelle.

## Les normes minimales européennes resteront probablement en vigueur

Actuellement, la dénommée directive IORP II pour les Institutions de retraite professionnelle fixe des normes minimales pour tous les Etats membres de l'UE en matière d'investissement, de financement, de gouvernance et de communication avec les assurés. L'autorité de surveillance britannique va vraisemblablement mettre en œuvre les principes de l'IORP II même en cas de Brexit dur. En contrepartie, l'UE est censée garantir l'équivalence des systèmes de prévoyance, ce qui nécessite un certain degré de cohérence réglementaire. Adopter l'IORP II signifie que l'on adhère également à une tendance générale d'harmonisation mondiale de la réglementation prudentielle des instituts financiers (dont font partie les institutions de prévoyance).

En outre, l'IORP II vise également à supprimer les obstacles aux activités transfrontalières des caisses de pensions. Les caisses de pensions situées dans un autre Etat membre en vue de centraliser l'administration des prestations en sont un exemple. Bien que les bases légales réglant les activités transfrontalières seront en principe abolies suite au Brexit, de telles institutions de prévoyance devraient théoriquement pouvoir continuer à fonctionner comme auparavant.

## De nombreuses questions en suspens dans la zone de délimitation

Les questions juridiques et politiques ouvertes se situent dans la zone où il s'agit d'établir l'équilibre entre «accès au marché» et «cohérence réglementaire». Les questions relatives à la juridiction sont particulièrement sensibles: quel organe judiciaire tranchera en dernier ressort les litiges relevant du droit de la prévoyance? La Cour de justice de l'UE ou celle du Royaume-Uni? Pendant la période de transition, l'UE est encore compétente. Et l'impact de la pandémie de Covid-19 sur les négociations du Brexit est également inconnu à l'heure actuelle.

## Que signifie le Brexit pour les caisses de pensions et les employeurs multinationaux?

Une tendance importante qui s'affirme depuis la décision du Brexit est l'affaiblissement de la livre sterling par rapport aux autres devises, y compris le franc suisse (voir le graphique).

Cela crée à la fois des défis et des opportunités pour les caisses de pensions et les employeurs multinationaux:

- Les institutions de prévoyance suisses pourraient souffrir de la perte de valeur des investissements britanniques en francs suisses. Une plus grande volatilité est attendue du côté de l'actif et du passif des caisses de pensions britanniques.
- Les sociétés multinationales ayant des filiales britanniques, en revanche, pourraient tirer profit du fait que les obligations de rente (en particulier les coûts dits de rachat) sont comparative-ment moins élevées.

## EN BREF

Le 31 janvier 2020, la Grande-Bretagne est sortie de l'UE. Des accords cruciaux sont toujours en cours de négociation. Les normes minimales sont susceptibles de survivre au Brexit – mais des opportunités s'ouvrent aussi pour les employeurs multinationaux.

- Les entreprises multinationales peuvent offrir des garanties ou des financements plus favorables pour leurs caisses de pensions britanniques. En retour, les employeurs peuvent exiger un contrôle accru des décisions relatives aux investissements, au financement ou au niveau des prestations.

## Les crises affectent les employeurs de manière très différente – la question de l'engagement reste

Au Royaume-Uni, la volonté d'un employeur de remplir ses obligations à l'égard de la caisse de pensions reste une question clé pour la plupart des institu-



tions de prévoyance, même après le Brexit. Dans ce contexte, le dénommé «Covenant»<sup>1</sup> exprime la capacité et la volonté de l'employeur de verser les cotisations nécessaires au régime de retraite. L'impact financier de cette convention est analysé et souvent documenté par écrit. Elle est également considérée comme un facteur d'influence important pour déterminer la structure de risque et la capacité d'assainissement de la caisse de pensions dans le sens d'une évaluation holistique des obligations. En particulier, elle influence directement le taux d'intérêt technique et donc le degré de couverture de la caisse de pensions en modifiant les hypothèses d'évaluation dans le calcul des obligations de prévoyance.

Dans la foulée du Brexit (et aussi de Covid-19), l'engagement est devenu un thème encore plus proéminent, car certains employeurs ont été durement touchés (notamment les entreprises ayant de nombreuses lignes d'approvisionnement ou des clients dans l'UE). En conséquence, les économies de coûts et la gestion des risques gagneront en importance.

### ... et quid des assurés?

Les prestations de prévoyance de nombreux salariés, tant au Royaume-Uni qu'en Suisse, ne seront pas affectées par le Brexit. Néanmoins, des questions se posent concernant les prestations en faveur des salariés déployés à l'étranger. Par exemple, lorsqu'une personne part à l'étranger, la possibilité de versement en espèces de la prestation de libre passage est limitée à l'avoir de vieillesse extra-obligatoire en vertu du droit communautaire si la personne est toujours soumise à l'assurance obligatoire dans un autre Etat membre de l'UE. La restriction sur les paiements en espèces sera-t-elle levée après le 31 décembre 2020? Des questions de ce type n'ont pas encore reçu de réponse définitive. Des précisions devraient être apportées dans les mois à venir.

### Risques de placement en hausse à cause des distorsions du marché

En outre, les turbulences du marché causées par le Brexit et le Covid-19

## Fluctuations monétaires GBP contre CHF depuis 2015



Exemple d'interprétation: en novembre 2015, une livre sterling valait un peu plus de 1.5 franc, en mai 2020, elle valait encore un peu plus de 1.2 franc (source: Banque centrale européenne).

### Un calendrier serré avec plusieurs variantes

**Transition:** Le 31 janvier 2020, le Premier ministre Boris Johnson a négocié un accord de retrait et le Royaume-Uni quittera l'UE le 1<sup>er</sup> janvier 2021. La période de transition s'étend du 1<sup>er</sup> février au 31 décembre 2020. Pendant cette période, le Royaume-Uni ne sera plus un membre actif de l'UE, mais devra se conformer à la législation européenne – sans avoir son mot à dire en la matière. Durant cette période, les lois de l'UE seront applicables, et ensuite les lois britanniques. Leur forme dépendra en grande partie des relations futures entre l'UE et le Royaume-Uni, notamment de la possibilité de parvenir à un accord

sur de nouvelles règles commerciales d'ici la fin de l'année.

**No-Deal-Brexit:** En l'absence d'un accord commercial entre le Royaume-Uni et l'UE, le Royaume-Uni devrait suivre les règles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) pour ses échanges commerciaux avec l'UE et d'autres pays jusqu'à ce qu'un accord soit prêt à la mise en œuvre.

**Hard Brexit:** Sortie sans maintenir la plupart des liens avec l'Europe. Le Royaume-Uni renoncerait à l'adhésion et activerait au lieu de cela ses propres règles douanières.

sont à considérer. Les membres d'institutions de prévoyance ayant des régimes à primauté des cotisations au Royaume-Uni («Defined Contribution») et les «plans 1e» en Suisse sont exposés à des risques d'investissement accrus. Ces assurés devraient garder à l'esprit que les prestations de retraite ont généralement un horizon temporel à long terme et que les fluctuations des investissements sont normales. Toutefois, une transition vers des stratégies d'investissement moins volatiles est recommandée pour les assurés qui approchent de la retraite. Les em-

ployeurs qui ont des plans de prévoyance à primauté de cotisations devraient veiller à ce que les risques d'investissement accrus soient correctement communiqués aux participants. |

**Matthew Glass**

<sup>1</sup> Au sens propre «pacte», voir article de Peter Zanella «De la stratégie de placement au taux d'intérêt technique», PPS 05-2019.



Vorschau August 2020

# Revisionstätigkeit und ihre Grenzen

Was die Revisionsstelle NICHT prüft  
Johann Sommer

Häufige Themen bei der Revisionsbesprechung  
Bruno Purtschert

Überwachung der Vorsorgewerke  
durch geeignete interne Kontrolle  
Erich Meier, Carole Gehr



**vps.epas**

SCHWEIZER  
PERSONAL  
VORSORGE  
PRÉVOYANCE  
PROFESSIONNELLE  
SUISSE

## HERAUSGEBER · EDITEUR

VPS Verlag  
Personalvorsorge und Sozialversicherung AG,  
Taubenhausstrasse 38, Postfach 4242,  
CH-6002 Luzern,  
Telefon +41 (0)41 317 07 07,  
Fax +41 (0)41 317 07 00,  
vps.epas.ch, info@vps.epas.ch  
Editions EPAS Prévoyance Professionnelle et  
Assurances Sociales SA  
vps.epas.ch, info@vps.epas.ch

Präsident des Verwaltungsrats ·  
Président du conseil d'administration  
Markus Nievergelt

## DIREKTION · DIRECTION

Peter Schnider, Direktor · Directeur  
Renata Cavadini, Direktionsassistentin ·  
Assistante de direction

## REDAKTION · RÉDACTION

Kaspar Hohler (ho), Chefredaktor · Rédacteur en chef  
Gregor Gubser (gg), stv. Chefredaktor · Adjoint du  
rédacteur en chef  
Anne Yammine (ay), Judith Yenigün-Fischer (jy),  
Claudio Zemp (ze),  
redaktion@vps.epas.ch

Correspondante en Suisse romande ·  
Westschweizer Korrespondentin  
Geneviève Brunet (gb@vps.epas.ch)

Bundeshaus · Palais fédéral  
Claude Chatelain

Porträts Pensionskassen ·  
Portraits de caisses de pension  
Laurent Pittet, Daniel Dubach

Übersetzungen · Traductions  
Apostroph, Axone Traductions, Yvonne Pulver-Sieber

Korrektur · Corrections  
Lorenz Oehler, Andrea Strässle

Coordinateur en Suisse romande ·  
Kordinator Romandie  
Olivier Sandoz

## Redaktionskommission · Comité de Rédaction

\*Peter Schnider, Marco Bagutti, Gertrud E.  
Bollier, Sergio Bortolin, Hans-Peter Conrad, Beatrice  
Fluri, Adrian Gröbli, Hanspeter Konrad, Andreas  
Loepfe, Brigitte Martig, Christina Ruggli-Wüest, Patrik  
Schaller, Arnold Schneiter, Cyrill Schubiger, Isabelle  
Vetter-Schreiber, Jürg Walter, Jean-Marc Wanner,  
Peter Zanella

## Groupe rédactionnel Suisse romande · Redaktionskommission Westschweiz

\*Jean-Marc Wanner, Dominique Biedermann,  
Sébastien Cottreau, Rosario di Carlo, Aldo Ferrari,  
Pascal Frei, Yves-Marie Hostettler, Alain Kolonovics,  
Violaine Landry-Orsat, Claude Maillard, Michèle Mottu  
Stella, Didier Paramucchio, Jean Pirrotta, David Pittet,  
Olivier Sandoz, Anne Troillet  
\* Vorsitz · Présidence

## MESSEN · SALON · MARKETING

Markus Jörin, Leiter · Directeur  
Sabina Gisler, stv. Leiterin · Responsable adjointe  
Miriam Sauser, Verlagsinnendienst · Service interne  
de la maison d'édition

## SERVICES

Renata Cavadini, Leiterin · Responsable  
Patricia Bärtschi Schmid (Abonnements), Cuno Hügli,  
Rita Käslin, Simone Ochsenbein, Beatrice Steiner  
(Weiterbildungen · Formations)  
Gabriela Vetter

## GESTALTUNG/PRODUKTION CONCEPTION/PRODUCTION

Cinta Zumbühl, Leiterin · Responsable  
Riccardo Caravina, Bianca Föhn, Franziska Marty,  
Christof Unternährer

## INSERATE · ANNONCES

dtp@vps.epas.ch, Telefon +41 (0)41 317 07 07

## ADRESSÄNDERUNGEN · CHANGEMENT D'ADRESSE

abo@vps.epas.ch, Telefon +41 (0)41 317 07 24

## ABONNEMENTE · ABONNEMENTS

Jahresabonnement / Abonnement annuel  
CHF 340.00 (exkl. MwSt. / hors TVA)  
Einzelverkauf / Numéro isolé  
CHF 29.00 (exkl. MwSt. / hors TVA)

Erscheint: 15 Ausgaben im Jahr  
Publié: 15 numéros par an  
Weitere Spezialangebote für Stiftungsräte unter/  
Offre spéciale pour conseillers de fondation sous  
abo@vps.epas.ch oder +41 (0)41 317 07 24

## WEMF/KS BEGLAUBIGT · CERTIFIÉ REMP/CS

Total verbreitete Auflage ·  
total tirage diffusé 3725 Ex.  
Jahrgang · Année 33

## FOTOS · PHOTOS

Titelseite/Couverture:  
www.istockphoto.com / © yaruta

## DRUCK · IMPRESSION

Multicolor Print AG, Sihlbruggstr. 105a, 6341 Baar  
© by VPS Verlag Personalvorsorge und  
Sozialversicherung AG, Luzern



Nachdruck, auch auszugsweise, nur mit Genehmigung des Verlags. Offizielles Publikationsorgan der Konferenz der kantonalen BVG- und Stiftungsaufsichtsbehörden, der Geschäftsführer von Anlagestiftungen (KGAST) und des Schweizerischen Pensionskassenverbands ASIP.

Reproduction, même partielle, seulement avec l'autorisation de la maison d'édition. Organe de publication officiel des autorités cantonales de surveillance LPP et des fondations, de la Conférence des administrateurs de fondations de placement (CAFP) et de l'Association suisse des institutions de prévoyance ASIP.



**IST**

Transports. Energie. Eau. Communications.  
Infrastructures sociales.

**IST3 INFRASTRUCTURE GLOBAL**  
**IST3 INFRASTRUCTURE DEBT 3 EUR**

Nos solutions d'investissement taillées sur mesure pour  
les institutions de prévoyance.

**IST – votre partenaire compétent et indépendant**

**istfunds.ch**

# Die Welt um uns ändert sich rasant. Unsere Lösungen auch.

Damit Sie trotz unvorhergesehener Entwicklungen und Ereignisse erfolgreich bleiben, bedarf es spezieller Fähigkeiten, die auf Erfahrung, Know-how und Flexibilität basieren.

Daher haben wir bei Schroders resiliente Investmentfonds und ergebnisorientierte Lösungen entwickelt, die Sie genau dahin bringen, wo Sie hinwollen.

Alle unsere Lösungen basieren auf Nachhaltigkeit und passen sich perfekt einer Vielzahl von Rahmenbedingungen an.

So erfüllen sie Ihre Anforderungen nicht nur heute, sondern auch in Zukunft.

[schroders.ch](https://www.schroders.ch)



Bitte bedenken Sie, dass Wert und Ertrag einer Anlage sowohl steigen als auch fallen können und Sie den ursprünglich investierten Betrag möglicherweise nicht zurückerhalten. Nur für professionelle Investoren. Dieses Material eignet sich nicht für Retail-Kunden. Herausgegeben von Schroder Investment Management (Switzerland) AG, Central 2, CH-8001 Zürich. Zugelassen von und unter der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA.

For what matters most. **Schroders**