

Sachkundige statt regelgebundene Investoren

Unsinnige Anlagelimiten in den Schweizer Pensionskassen

Von Stephan Skaanes und Thomas Hauser*

Die für Schweizer Pensionskassen geltenden starren Anlagelimiten verleiten zu einer mangelnden Sorgfaltspflicht, die eine Auseinandersetzung über ökonomisch sinnvolle Anlagestrategien erschwert. Abhilfe schaffen würde die Orientierung am «Prudent Investor».

Die Verantwortlichen von Schweizer Pensionskassen sind mit einer erhöhten Komplexität an den Finanzmärkten konfrontiert. Investitionen, die früher nur mit grossem Aufwand getätigt werden konnten, darunter ausländische Immobilienanlagen oder Investitionen in Hedge-Funds, Private Equity sowie Rohstoffe, stehen mittlerweile einem breiten Anlagepublikum offen. Obwohl die Gesetzgebung sich ebenfalls der veränderten Finanzwelt anpasst, beruhen Bestandteile der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2) immer noch auf der Sichtweise, dass Anlagerisiken mittels prozentualer Limiten zu handhaben seien.

Anlagerisiken mit Limiten nicht im Griff

Die Art. 53, 54 und 55 BVV 2 legen Begrenzungen für einzelne Anlagekategorien und Aggregate von Anlagen fest. Zugleich hat der Gesetzgeber mit Art. 50 die Sicherheit und Risikoverteilung und somit die Zweckmässigkeit der Anlagestrategie im Gesetz verankert. Die überwiegende Zahl der Pensionskassen hat die Bedeutung des übergeordneten Ziels der Zweckmässigkeit der Anlagestrategie erkannt. Dem Vorsorgezweck wird Rechnung getragen, indem das Prinzip der Diversifikation auf allen Anlage-Ebenen eingehalten wird und die Sicherheit sowie die Liquidität für laufende Rentenzahlungen gewährleistet werden. Gleichzeitig wird über die Nutzung des Finanzmarktes als dritten Beitragszahlers eine angemessene Rendite angestrebt. Für diese Kassen, die ihrer Sorgfaltspflicht vollständig nachkommen, stellen die Limiten eine administrative Belastung dar, da Abweichungen gestützt auf Art. 59 BVV 2 begründet werden müssen.

Es gibt aber auch Vorsorgewerke, die sich nicht nach dem Prinzip der Zweckmässigkeit, sondern nur nach der Zulässigkeit richten. Die Einhaltung gesetzlicher Limiten garantiert jedoch keine Abstimmung der Anlagen auf die individuelle demographische und finanzielle Situation. So existieren in der Praxis Kassen, die innerhalb der Anlagekategorie «Aktien Schweiz» nur 5 unterschiedliche Titel halten. Andere investieren über 50% des Anlagevermögens in wenige, geographisch konzentrierte Geschäftsliegenschaften. Ebenfalls sind uns Fälle von Pensionskassen begegnet, welche häufig Gebrauch von strukturierten Produkten machen, selbst wenn deren Rendite-Risikoeigenschaften und Preissetzung nicht genügend verstanden werden. Produkte mit einem (zu teuren) Kapitalschutz werden beispielsweise einfach den Obligationen zugerechnet und auf die Einhaltung der maximalen «Obligationenquote» verwiesen. Obschon die BVV 2 prinzipiell keine Fremdfinanzierung («Leverage») zulassen, weisen gewisse Kassen eine hohe Fremdfinanzierung der Immobilien auf.

Solche Fälle sind aufgrund der starren Limiten laut Art. 54 und 55 BVV 2 an sich zulässig. Sie

widersprechen jedoch dem Grundsatz der Zweckmässigkeit der Anlagestrategie – und somit Art. 50 BVV 2 –, denn sie verletzen grundlegende ökonomische Prinzipien. Zudem kann die Gesetzgebung sinnvolle Allokationen erschweren. Aus ökonomischer Sicht ist etwa nicht einzusehen, weshalb Immobilien im Ausland auf nur 5% und Fremdwährungsanlagen auf 30% begrenzt sein sollen. In der Praxis können diese Regelungen bisweilen das Gegenteil der ursprünglichen Absicht bewirken. Eine Minderheit wenig professioneller Kassen zementieren mit starren Anlagelimiten eine unzweckmässige Anlagestrategie, indem sie zu Unrecht unterstellen, dass der Sorgfaltspflicht durch blosses Einhalten dieser Limiten Genüge getan wird.

Es existieren noch weitere Verfechter von gesetzlich definierten Anlagelimiten. Für einzelne Überwachungsorgane ist es einfacher, die quantitative Zulässigkeit zu prüfen als die ökonomische Zweckmässigkeit. Ebenso versprechen sich Anbieter von Finanzprodukten Vorteile. Wenn im Gesetz fixe Limiten für einzelne Anlagekategorien vorgeschrieben sind, können Finanzprodukte mit der Begründung verkauft werden, dass die gesetzliche Quote noch nicht «ausgeschöpft» sei.

Der «Prudent Investor» als Alternative

Die zukunftsweisende Lösung wäre, die Art. 53 bis 55 ersatzlos zu streichen und das aus der angelsächsischen Gesetzgebung stammende Prinzip des sachkundigen Investors («Prudent Investor Rule») in die BVV 2 aufzunehmen. Es wird durch folgende Grundsätze charakterisiert:

- Die Risikofähigkeit der Kasse ist zu analysieren und dementsprechend eine Anlagestrategie zu bestimmen und schriftlich festzuhalten.
- Das Prinzip der Diversifikation ist auf allen Anlage-Ebenen zu verfolgen.
- Das Risiko sowie der Anlageerfolg sind zu überwachen.
- Ungerechtfertigte Gebühren und Transaktionskosten sind zu vermeiden.
- Bei ungenügendem Fachwissen besteht die Pflicht der Delegation an Fachspezialisten.
- Interessenkonflikte und persönliche Vermögensvorteile der beteiligten Personen sind strikt zu vermeiden.

Damit würde das Definieren von Limiten und zulässigen Anlagen entfallen. Zulässig wäre, was zweckmässig ist – und zwar aus der Optik eines sachkundigen und sorgfältig agierenden Investors. Eine Verankerung der «Prudent Investor Rule» im Gesetz erhöht den Handlungsspielraum der Führungsverantwortlichen und stärkt die Eigenverantwortung. Das Konzept des sachkundigen Investors zwingt die Organe überdies, die verfolgte Anlagestrategie nicht einfach nur mittels fixer Limiten zu überprüfen, sondern kritisch auf die Einhaltung ökonomischer Grundprinzipien und somit auf die Zweckmässigkeit hin zu hinterfragen. Eine solche Gesetzgebung entlastet die Mehrzahl der Pensionskassen, die zurzeit eine professionelle Anlagepolitik verfolgen. Gleichzeitig können unzweckmässige Anlagestrategien nicht mehr durch die Einhaltung von Limiten gerechtfertigt werden. Diese Entwicklung der Gesetzgebung unterstützt die unumgängliche Professionalisierung des Schweizer Vorsorgewesens.

* Dr. Thomas Hauser und Dr. Stephan Skaanes sind Investment Consultants bei der PPCmetrics AG. Dr. Stephan Skaanes ist zusätzlich Lehrbeauftragter der Universität Zürich.