

Februar 2017

# **Der 3. Beitragszahler der beruflichen Vorsorge**

## Impulse zur Optimierung

Eine Studie der Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge»  
der SBVg und der Asset Management Plattform

---

### **Allgemeine Hinweise**

Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen wurden von der Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) auf Basis der zum Zeitpunkt der Vorbereitung der Publikation zur Verfügung stehenden Daten erstellt. Die Informationen in diesem Dokument werden ohne jegliche Garantie oder Zusicherung zur Verfügung gestellt und dienen ausschliesslich Informationszwecken.

Dieses Dokument enthält zukunftsgerichtete Aussagen, insbesondere auch Aussagen über künftige Marktentwicklungen. Während diese zukunftsgerichteten Aussagen die Einschätzung und Erwartungen der Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg ausdrücken, können verschiedene Risiken, Unsicherheiten und andere wichtige Faktoren dazu führen, dass sich die tatsächlichen Entwicklungen und Resultate von den in diesem Dokument geäusserten Erwartungen unterscheiden.

Das vorliegende Dokument darf ohne Erlaubnis der SBVg weder reproduziert noch neu aufgelegt werden.

---

## Inhaltsverzeichnis

---

|          |  |           |
|----------|--|-----------|
| <b>1</b> | <b>Vorwort – Pensionskassen auf dem Weg zu einer zeitgemässen, renditestarken Anlageverwaltung</b> | <b>6</b>  |
| <b>2</b> | <b>Abstract</b>  | <b>8</b>  |
| <b>3</b> | <b>Berufliche Vorsorge – Zielsetzung und aktuelle Herausforderungen</b>                            | <b>20</b> |
| 3.1      | Die drei Beitragszahler  | 21        |
| 3.2      | Herausforderungen Biometrie und Kapitalmarkt   | 23        |
| 3.3      | Stabile Vermögensallokation trotz verändertem Umfeld   | 26        |
| <b>4</b> | <b>Erwartete und benötigte Kapitalmarktrenditen</b>  | <b>27</b> |
| 4.1      | Tiefere erwartete Renditen   | 28        |
| 4.2      | Künftig zu erwartende Renditen anhand der Pictet BVG-Indizes                                       | 33        |
| 4.3      | Absehbare Renditeprobleme  | 33        |
| <b>5</b> | <b>Optimale Vermögensverwaltung bei Pensionskassen</b>   | <b>34</b> |
| 5.1      | Strategische Asset Allocation  | 35        |
| 5.2      | Optimierung der Anlagestrategie unter Berücksichtigung der BVV2                                    | 37        |
| 5.3      | Optimierung der Anlagestrategie: Empirische Evidenz  | 39        |
| 5.4      | Ungenutztes Rendite-Potenzial durch mangelnden Einbezug alternativer Anlagen                       | 42        |
| 5.5      | Gesicherte Liquidität dank wachsendem Kapitalstock   | 43        |
| 5.6      | Beste Voraussetzungen dank langem Anlagehorizont   | 45        |
| 5.7      | Stabilisierung durch erweiterten Sanierungs-Zeitraum   | 47        |
| <b>6</b> | <b>Alternative Anlagen: Entmystifiziert und unter neuem Blickwinkel</b>                            | <b>50</b> |
| 6.1      | Mehr Rendite dank zusätzlicher Risikoprämien   | 51        |
| 6.2      | Entmystifizierung alternativer Anlagen   | 55        |
| 6.3      | Optimierungspotenzial für Pensionskassen   | 58        |
| 6.4      | Due-Diligence-Prozess für alternative Anlagen  | 63        |

|           |  |           |
|-----------|--|-----------|
| <b>7</b>  | <b>Bessere Performance dank BVV2-Revision</b>  | <b>70</b> |
| 7.1       | Ein Vorschlag für revidierte BVV2-Richtlinien  | 71        |
| 7.2       | Notwendige Unterstützung durch Wirtschaft und Politik  | 77        |
| <b>8</b>  | <b>Prudent Investor Rule als (über-)nächster Schritt</b>   | <b>79</b> |
| 8.1       | Konzept der Verwaltung von Vermögen in Vorsorgeeinrichtungen an den Beispielen USA und Grossbritannien | 80        |
| 8.2       | Grundlagen der Prudent Investor Rule   | 81        |
| 8.3       | Zeitgemässe Ausgestaltung der Anforderungen an die Vermögensverwaltung bei Vorsorgeeinrichtungen       | 83        |
| <b>9</b>  | <b>Vergleich mit dem Ausland: Die Schweiz liegt zurück</b>   | <b>85</b> |
| 9.1       | Regulatorisches Umfeld und Performance   | 88        |
| 9.2       | Asset Allocation und Performance   | 90        |
| 9.3       | Entwicklung der Finanzmärkte und Performance   | 92        |
| <b>10</b> | <b>Schlussfolgerung und Handlungsempfehlungen</b>  | <b>94</b> |

---

# 1 Vorwort – Pensionskassen auf dem Weg zu einer zeitgemässen, renditestarken Anlageverwaltung

So gross die Erwartungen und Anforderungen an die Vorsorgeeinrichtungen sein mögen, ihr Handlungsspielraum ist begrenzt. Auch wenn noch immer und gerne beim Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) von einem Rahmengesetz gesprochen wird, so sind die regulatorischen Eingriffe in die Tätigkeit der Pensionskassen immens und werden laufend verstärkt.

Das trifft nicht zuletzt auch auf die Anlagevorschriften gemäss der Verordnung über die Anlagerichtlinien der Beruflichen Vorsorge (BVV2) zu. Sie beruhen auf einer traditionellen Kategorien-Einteilung mit zugeordneten Limiten. Zwar ist grundsätzlich die Möglichkeit der Abweichung von diesen Limiten unter Vorbehalt einer ausreichenden Begründung gegeben, aber diese wird selten genutzt. Offenbar haben sich

Anlageverantwortliche und Stiftungsräte daran gewöhnt und schätzen die damit verbundene, leider oft nur scheinbare Sicherheit. Aber der Erfolg der Vermögensverwaltung soll sich nicht allein an der Einhaltung von Vorschriften bemessen, sondern vielmehr an der möglichst effizienten und renditeorientierten Ausführung im Interesse der Destinatäre.

Die vorliegende Studie zeigt auf, dass unter den restriktiven Vorgaben der BVV2 die Vorsorgeeinrichtungen zu keiner effizienten Gestaltung ihrer Portfolios gelangen. Es zeigt sich, dass sich die Asset Allocation trotz historischer Tiefzinsen und ungünstiger Aussichten seit den 80er-Jahren nicht grundsätzlich gewandelt hat.

Als wichtigstes Hindernis machen die Autoren der Studie den verbreiteten Widerstand gegen nichttraditionelle Anlagen aus. Insofern ist das vorliegende Dokument auch der Versuch einer Entmystifizierung solcher nichttraditioneller Anlagen, ohne welche eine Neuorientierung der 2. Säule kaum möglich ist. Das Beharren auf den überkommenen Strukturen ist mit Rendite-Versäumnissen verbunden, die sich die 2. Säule und vor allem auch der einzelne Destinatär nicht mehr leisten können.

Die Studie der SBVg und der Asset Management Plattform ist deshalb als Plädoyer für eine modernisierte und den aktuellen Notwendigkeiten angepasste Anlagepolitik für die Institutionen der 2. Säule zu verstehen. Die Autoren der Studie sind sich bewusst, dass dies nicht ohne ein Umdenken auf allen Stufen möglich ist; von der einzelnen Pensionskasse und ihren Organen, über die Verbände, die Experten und Berater bis hin zur Politik und den Medien. Mit dieser Studie soll der notwendige Anstoss dazu gegeben werden.

Ich wünsche Ihnen eine anregende Lektüre und freue mich auf vielfältige Reaktionen.

Herbert J. Scheidt  
Präsident der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg)

## 2 Abstract

### **Kapitel 3 – Berufliche Vorsorge – Zielsetzung und aktuelle Herausforderungen**

**Über ein Drittel der Altersguthaben wurde in der Vergangenheit mittels Vermögenserträgen gebildet. Die Entwicklung auf den Finanzmärkten macht es zunehmend schwierig, auch künftig den sogenannten 3. Beitragszahler auf diesem Stand zu halten. Die Anlagestrategie (Asset Allocation) der Pensionskassen hat auf die veränderten Bedingungen bisher jedoch kaum reagiert. Sie ist seit den 80er-Jahren weitgehend unverändert geblieben.**

Der Anteil der Vermögenserträge am Alterskapital der Destinatäre in der beruflichen Vorsorge beträgt über die letzten zehn Jahre gerechnet knapp 40 Prozent. Die anhaltenden Tiefzinsen wie auch makroökonomische Entwicklungen lassen erwarten, dass dieser Anteil künftig zurückgehen wird. Sowohl eine im Auftrag des Bundesamtes für Sozialversicherungen (BSV) erstellte Studie des Forschungsinstituts BAK Basel von 2014 wie auch neuere Berechnungen der Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg deuten an, dass die Vorsorgeeinrichtungen mittelfristig mit einer tieferen Performance ihrer Anlagen rechnen müssen. Der sogenannte risikolose Zins ist phasenweise unter die Nulllinie gerutscht. Auch wenn die Zielrenditen in diesem Umfeld seit Jahren massiv zurückgenommen wurden (seit 2006 von 5 Prozent auf noch 3,4 Prozent per Ende 2015), bleiben die Vorsorgeeinrichtungen weiterhin stark gefordert, um die reglementarischen Leistungen erbringen zu können; dies nicht zuletzt unter Berücksichtigung der in der Schweiz sehr weitgehenden Leistungsgarantie für einmal gesprochene Renten.

Hinzu kommt die anhaltende Erhöhung der Lebenserwartung bei gleichbleibendem Pensionierungsalter. Seit 1984 ist die Lebenserwartung eines 65-jährigen Mannes um 4,5 und jene der Frauen um 3,4 Jahre gestiegen. Das ist ein markanter und historisch einzigartiger Anstieg. Entlastend für die berufliche Vorsorge hat gewirkt, dass mit Ausnahme der frühen 90er-Jahre die Verzinsung der Altersguthaben höher ausgefallen ist als die parallele Lohnentwicklung. Die Renten nahmen damit stärker zu als bei Inkraftsetzung des BVG im Jahre 1985 erwartet.

Dem starken Rückgang des Zinsniveaus konnten Pensionskassen jedoch oftmals nur unzureichend Rechnung tragen, so dass die Rentnerkapitalien heute deutlich höher verzinst werden als die Altersguthaben der Beitragszahler. Das ist ein unbefriedigender Zustand und ist mit ein Grund für die verbreitete und zu Recht kritisierte Umverteilung zwischen den Generationen.

Obwohl sich das Umfeld für die Vermögensanlage in den letzten Jahrzehnten somit stark verändert hat, ist bezüglich der Vermögensallokation eine bemerkenswerte Stabilität festzustellen. Die Asset Allocation der schweizerischen Pensionskassen wird nach wie vor dominiert von Obligationen, Aktien und – eine schweizerische Spezialität – inländischen Immobilien.

## Kapitel 4 – Erwartete und benötigte Kapitalmarktrenditen

**Die Renditen der Anleihen der öffentlichen Hand sind verbreitet auf unter Null gesunken. Inflationäre Tendenzen sind nicht zu erkennen. Aktien weisen zwar weiterhin eine positive Performance auf, aber mittelfristig dürfte diese unter den Werten der Vergangenheit liegen.**

Die Kapitalmärkte sind geprägt durch die seit Ausbruch der Finanzkrise von 2008 zu beobachtende, weltweite Wachstumsabschwächung. Das globale Wachstum ist vom langfristigen Durchschnitt von 3,5 auf 2,5 Prozent zurückgegangen. Hauptgründe dafür sind gemäss einer Studie von Pictet das abnehmende Produktivitätswachstum, die hohe Verschuldung und Chinas wirtschaftliche Transformation zu einer Dienstleistungsgesellschaft.

Die Autoren dieser Studie rechnen nicht mit einem deutlichen Anstieg der Inflation. Über die nächsten fünf Jahre werden für entwickelte Länder jährliche Inflationsraten von 1 bis 2 Prozent erwartet. Entsprechend ist eine Zinserhöhung in der Schweiz aktuell nicht in Sicht.

Über die nächsten zehn Jahre muss für Staatsanleihen entwickelter Länder mit Renditen nahe null Prozent pro Jahr gerechnet werden. Zum Zeitpunkt der Vorbereitung dieser Publikation rentieren 28 Prozent aller Anleihen entwickelter Länder negativ. Dies ist ein historischer Höchstwert. Positive Renditen werden nur von Staatsanleihen sich entwickelnder Länder erwartet. Ein besseres Bild zeigt sich bei den Aktienmärkten, obwohl deren Prognosen über die nächsten zehn Jahre schwieriger beziehungsweise unsicherer sein dürften.

Die Prognosen der Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg sind keine guten Nachrichten für schweizerische Pensionskassen. Sie bedeuten, dass für fundamentale Anlageklassen wie Schweizer Staatsanleihen sowie Staatsanleihen entwickelter Länder mit negativen oder zumindest im historischen Vergleich sehr tiefen Renditen gerechnet werden muss. Ohne Anpassung der Anlagestrategie werden die Pensionskassen über die nächsten Jahre mit grosser Wahrscheinlichkeit vor Renditeproblemen stehen.

## Kapitel 5 – Optimale Vermögensverwaltung bei Pensionskassen

**Die Portfolio-Theorie von Markowitz zeigt auf, wie bei gegebenem Risiko die Rendite maximiert werden kann, respektive sich das Risiko bei gleichbleibender Rendite minimieren lässt. Sie ist deshalb so wichtig, weil sie die strategische Asset Allocation bestimmt und damit den grössten Einfluss auf die Performance eines Anlageportfolios hat. Die Analyse ebensolcher konkreter Portfolios schweizerischer Pensionskassen lässt erkennen, dass sie in diesem Sinne mehrheitlich nicht effizient strukturiert sind. Ein wesentlicher Grund dafür ist, dass – abgesehen von Immobilien – nichttraditionelle Anlagen überwiegend schwach vertreten sind. Die Asset Allocation ist unter der Effizienzgrenze der BVV2 angelegt, was vorhandenes Optimierungspotenzial in der Vermögensverwaltung signalisiert.**

Die Erkenntnis aus der Portfolio-Theorie bildet nach wie vor die Grundlage für ein optimales Anlageportfolio. Die Theorie macht sich zu Nutze, dass die Renditen unterschiedlicher Anlageklassen, aber auch von Elementen innerhalb einer Klasse, keine perfekten Korrelationen aufweisen. Das ermöglicht es einer Anlegerin, die Schwankungsbreite einer Portfoliorendite und somit des Portfoliorisikos mittels Diversifikation durch unterschiedliche Anlagen zu reduzieren. Da die Asset Allocation fast ausschliesslich über eine erfolgreiche Vermögensverwaltung entscheidet, sollte diesem Umstand bei der Festlegung der strategischen Asset Allocation nebst den erwarteten Renditen Rechnung getragen werden.

Die Analyse konkreter Portfolios schweizerischer Pensionskassen durch die Credit Suisse zeigt, dass die überwiegende Mehrzahl eine suboptimale Asset Allocation aufweist. Das heisst, im Rahmen der gegebenen Anlagerichtlinien der Verordnung BVV2 liesse sich ohne zusätzliches Risiko eine höhere Performance erzielen. Es ist auffallend, dass die erlaubten Freigrenzen für Anlageklassen, im Speziellen für alternative Anlagen, in der Regel nur zu kleinen Teilen ausgenutzt werden, obwohl mit deren Ausnutzung die Portfolios effizienter werden könnten. In der Praxis wird die eigentliche Effizienzgrenze überwiegend mit den traditionellen Anlageklassen Aktien, Obligationen und Schweizer Immobilien gebildet und liegt damit unter der Effizienzgrenze, wie sie bei voller Ausnutzung der BVV2-Vorschriften gegeben wäre.

Für die Abweichung zwischen der durch die BVV2 bestimmten Effizienzgrenze und den heutigen Portfolios bestehen mehrere Gründe. Effiziente Portfolios zeichnen sich durch einen hohen Anteil an Anlagen mit speziell guten Rendite-Risiko-Verhältnissen und Korrelationseigenschaften aus. Dazu zählen zum Beispiel Realwerte wie Immobilienanlagen oder Infrastruktur, aber auch Private Equity (nicht kotiertes Aktienkapital) oder Private Debt (private Kredite). Erstaunlicherweise wird aber heute die bereits starke Einschränkung von maximal 15 Prozent nichttraditioneller Anlagen in den seltensten Fällen genutzt. Dazu lassen sich folgende Gründe anführen: mangelnde Risikobereitschaft bei den Anlageverantwortlichen, erhöhte Kosten sowie fehlende Transparenz oder unzureichendes Know-how für diese Anlagen.

Gerade die Risikobereitschaft könnte jedoch höher sein, da die Risikofähigkeit aufgrund des langen Anlagehorizontes bei Pensionskassen sehr hoch ist. Auch wenn die Verpflichtungsseite einer Kasse gewisse Einschränkungen in Bezug auf die Liquidität auferlegen kann, so stellen zumindest im Durchschnitt und über alle Einrichtungen hinweg die Liquiditätserfordernisse kein Hindernis dar.

Im Gegensatz dazu ist mit dem Deckungsgrad ein kritischer Faktor vorhanden. Die Zielgrößen von 100 Prozent, beziehungsweise der aus Anlagesicht kurze Zeitraum zur Behebung einer allfälligen Unterdeckung, sind womöglich mit ein Grund, wieso Pensionskassen von einer optimalen strategischen Asset Allocation abweichen müssen. Eine entsprechende Anpassung der erlaubten Unterdeckungsperiode ist sinnvoll. Damit kann der lange Anlagehorizont als Hauptvorteil von Pensionskassen gegenüber den meisten anderen Anlegergruppen aufrechterhalten und ausgenutzt werden.

### **Kapitel 6 – Alternative Anlagen: entmystifiziert und unter neuem Blickwinkel**

**Um die Portfolios im Rahmen der geltenden BVV2-Vorschriften effizienter zu gestalten und die Performance zu steigern, ist eine deutlich verstärkte Beimischung nichttraditioneller Anlagen notwendig. Dagegen besteht allerdings beträchtlicher Widerstand. Die Stiftungsräte weichen vor den angeblich höheren Risiken zurück und nehmen lieber Rendite-Einbussen in Kauf. Was nützt, ist eine neue Sicht auf nichttraditionelle Anlagen.**

Alternative respektive nichttraditionelle Anlagen haben bei den Vorsorgeeinrichtungen einen schweren Stand. Sie gelten pauschal als intransparent, illiquide, teuer und spekulativ. Der Ordnungsgeber hat auch diverse parlamentarische Vorstösse für eine Anpassung der aktuell stark restriktiven Vorschriften abgelehnt, mit dem Hinweis, dass in den allermeisten Fällen die bestehenden Limiten nur gering ausgenutzt werden. Verwiesen wird jeweils auch auf die Möglichkeit, die Limiten mit entsprechender Begründung überschreiten zu können.

Dazu ist festzuhalten, dass die Einhaltung der bestehenden Limiten den Anlageverantwortlichen, insbesondere auch den Stiftungsräten, das Gefühl vermittelt, sich innerhalb der akzeptierten Regeln zu bewegen, damit keine unnötigen Risiken einzugehen und gleichzeitig ihren Verantwortlichkeiten nachzukommen. Das mag auch der Grund sein, weshalb aus Kreisen der Pensionskassen nur selten die Forderung nach einer Neuausrichtung mit einer Anpassung respektive Erweiterung der Limiten in den Anlagevorschriften ertönt. Selbst die zusehends unbefriedigender werdenden Renditeprognosen geben dafür offenbar keinen Anlass.

Um die weitverbreiteten Vorbehalte gegen alternative Anlagen aufzulösen, mag eine Neudefinition helfen. Dies geschieht unter anderem anhand der im Markt vorhandenen Risiko- respektive Illiquiditätsprämien auf nichttraditionelle Anlagen im Gegensatz zu den traditionellen Anlagen. Weiter unternimmt diese Studie auf Basis der Tatsache, dass viele der nichttraditionellen Anlagen auf traditionellen Anlageklassen beruhen, eine Entmystifizierung.

Wenig bekannt ist, dass nach gängiger finanzwissenschaftlicher Definition Immobilien aufgrund ihrer Illiquidität zu den alternativen Anlagen gerechnet werden. Unter diesem Gesichtspunkt weisen die schweizerischen Pensionskassen bereits einen im internationalen Vergleich hohen Anteil nichttraditioneller Anlagen im Umfang von 28 Prozent per Ende 2015 auf. Bedeutsamer ist aber, dass die Kassen mit ihren Immobilien über Jahrzehnte grosses Fachwissen und Routine im Umgang mit wenig liquiden Anlagen gewonnen haben, welches sich in anderen Bereichen nutzen lässt.

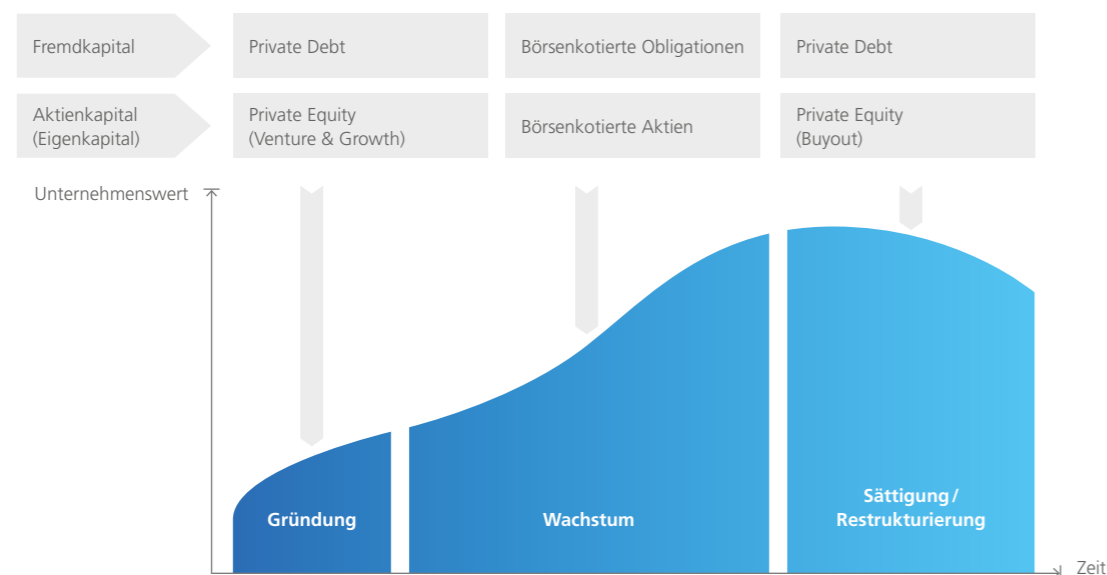
Die Illiquidität alternativer Anlagen ist eine der wichtigsten Renditequellen gegenüber traditionellen Anlagen. Sie entschädigt den Investor dafür, dass solche Anlagen nicht gleich schnell liquidiert werden können wie an öffentlichen Märkten kotierte

Papiere. Eine eingeschränkte Liquidität muss aber nicht nur nachteilig sein, denn gerade in Krisenzeiten macht es häufig Sinn, an langfristig ausgelegten Investments festzuhalten. Im Extremfall wird aufgrund von Sperrfristen die Handelbarkeit vorübergehend ganz eingeschränkt, womit ein Verkauf zum ungünstigsten Zeitpunkt, häufig emotional getrieben, vermieden werden kann.

Die Akzeptanz nichttraditioneller Anlagen lässt sich verbessern, indem die verschiedenen Typen in Analogie zu Finanzierungsformen nach dem Lebenszyklus eines Unternehmens (Abbildung 2.1) gesetzt werden. Aus der Perspektive des Verwendungszwecks sind kotierte und nicht kotierte Investitionen innerhalb der Kategorie Fremdkapital respektive Eigenkapital als weitgehend gleichwertig zu betrachten, also ungeachtet dessen, ob sie über private Märkte (Private Equity respektive Private Debt) oder über Börsen (börsenkotierte Aktien und Obligationen) getätigt werden. Diese Denkweise gewinnt vor allem mit steigendem Anlagehorizont an Bedeutung, weil damit die differenzierenden Eigenheiten Illiquidität und Handelbarkeit an Gewicht verlieren.

Abb. 2.1

**Kategorisierung der Anlageklassen nach wirtschaftlichem Verwendungszweck**



Quelle: Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg), 2016

Ein stärkerer Miteinbezug von nichttraditionellen Anlagen schlägt sich auch in den Performancezahlen nieder. Vergleichsanalysen lassen darauf schliessen, dass die erwartete Renditedifferenz zwischen einem heutigen Durchschnitts-Pensionskassenportfolio und einer diversifizierteren Variante nach Kosten rund 0,7 Prozent jährlich beträgt. Eine Mehrrendite gegenüber der heutigen Durchschnittsallokation wurde gemäss den Untersuchungen der Studie auch rückblickend erzielt. Im historischen Vergleich, welcher über 15 Jahre angelegt ist, erzielte das diversifiziertere Portfolio jährlich gut 0,4 Prozent mehr an Rendite nach Kosten. In beiden Fällen, historisch und erwartet, wird die Mehrrendite mit verhältnismässig tieferem Risiko erzielt.

**Kapitel 7 – Bessere Performance dank BVV2-Revision**

**Soll die Effizienzgrenze über die vorgegebenen Kategorienlimiten der BVV2 hinaus gesteigert werden, ist eine Überarbeitung der BVV2-Verordnung notwendig. Die in der Studie entwickelte Perspektive auf nichttraditionelle Anlagen kann dazu die Grundlage bilden. Allerdings ist für einen solchen Schritt die Unterstützung von Wirtschaft und Politik unerlässlich.**

Um das Potenzial bei der Effizienzsteigerung von Pensionskassen-Portfolios wirklich zu nutzen, drängt sich eine Anpassung der heutigen Anlagevorschriften auf; dies im Wissen darum, dass die bestehenden Vorschriften selten voll ausgereizt sind und zudem auf Basis gewisser Voraussetzungen überschritten werden dürfen.



Abb. 2.2

### Vorschlag für eine aktualisierte Anlagekategorisierung und -begrenzung innerhalb der BVV2

|   | Sub-Anlageklasse                 | Begrenzung   |           | BVV2-Artikel |
|---|----------------------------------|--------------|-----------|--------------|
|   |                                  | neu          | bestehend |              |
| <b>Fremdkapital</b>                     |                                  | <b>100 %</b> | –         |              |
| Börsenkotiert                           | Obligationen CHF und FW          | 100 %        | 100 %     | 55           |
| Privat                                  | Grundpfandtitel CH               | 50 %         | 50 %      | 55 a.        |
|   | Private Debt (neu)               | 15 %         | –*        | 55 d.        |
| <b>Eigenkapital</b>                     |                                  | <b>75 %</b>  | –         |              |
| Börsenkotiert                           | Aktien In- und Ausland           | 75 %         | 50 %      | 55 b.        |
| Privat                                  | Private Equity (neu)             | 15 %         | –*        | 55 d.        |
| <b>Realwertanlagen (Eigenkapital)</b>   |                                  | <b>50 %</b>  | –         |              |
| Börsenkotiert                           | Immobilien In- und Ausland       | 50 %         | 30 %/10 % | 55 c.        |
| Privat                                  | Immobilien In- und Ausland       | 50 %         | 30 %/10 % | 55 c.        |
|   | Infrastruktur (neu)              | 15 %         | –*        | 55 d.        |
| <b>Trading &amp; Ressourcen</b>         |                                  | <b>15 %</b>  | –         |              |
| Trading                                 | Hedge Fonds                      | –            | 15 %*     | 55 d.        |
| Ressourcen                              | Rohstoffe                        | –            | 15 %*     | 55 d.        |
| Übrige                                  | Insurance linked securities etc. | –            | 15 %*     | 55 d.        |
| Fremdwährungen ohne Währungsabsicherung |                                  | 30 %         | 30 %      | 55 e.        |

\*Anlagekategorie fällt in die heute geltende Limite für alternative Anlagen gemäss BVV2 von insgesamt 15 %.

Quelle: Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg, 2016

Der Vorschlag beruht darauf, die Anlageklassen neu als Fremdkapital, Eigenkapital, Realwertanlagen sowie Trading & Ressourcen zu kategorisieren. Weiter werden diese so aufgeteilt, dass sie ihrem börsenkotierten Pendant gleichgesetzt beziehungsweise stärker nach dem wirtschaftlichen Verwendungszweck der Investition ausgerichtet werden. Zudem werden die Kategorienbegrenzungen unter Berücksichtigung der erwähnten Änderungen angepasst beziehungsweise gelockert.

Die Stossrichtung ist klar: Mehr Freiräume sollen den Pensionskassen die Möglichkeit geben, mit ihren Portfolios mehr Rendite zu erwirtschaften sowie eine bessere

Diversifikation zu erreichen. Dies geschieht primär durch das Hinzufügen von nicht-traditionellen Anlagen aufgrund ihrer attraktiven Anlageeigenschaften.

Eine grundlegende Veränderung in der Anlagementalität sowie eine Anpassung der BVV2-Vorgaben zu bewirken, setzt die Unterstützung von Wirtschaft und Politik voraus. Obwohl die Anlagevorschriften primär auf Verordnungsebene geregelt sind und Anpassungen durch den Bundesrat verhältnismässig leicht initiiierbar wären, sind bis dato nur moderate Veränderungen vorgenommen worden. Aus Kreisen der Wirtschaft und der beruflichen Vorsorge selber werden hingegen vermehrt Stimmen laut, die Anpassungen fordern. Es ist davon auszugehen, dass dieser Druck zunehmen wird, je nach Entwicklung an den Finanzmärkten allenfalls stärker als erwartet. Die gute Nachricht ist, dass das Thema aktuell ist und diskutiert wird. Es ist zu hoffen, dass die Akteure aus der beruflichen Vorsorge genügend Durchsetzungskraft bündeln können, damit die Rahmenbedingungen in der Vermögensverwaltung baldmöglichst verbessert werden und das vorhandene Optimierungspotenzial ausgeschöpft werden kann.

### Kapitel 8 – Prudent Investor Rule als (über-)nächster Schritt

**Eine Gegenüberstellung der Regulierung für Vorsorgeeinrichtungen in der Schweiz und vergleichbaren Ländern lässt erkennen, dass die traditionelle Form der Kategorisierung mit Einzellimiten, wie sie in der Schweiz Usanz ist, nicht mehr bei vielen Ländern anzutreffen ist. Diese haben sich in den letzten Jahren alle klar in Richtung der Prudent Investor Rule bewegt. Diese sieht die Aufgabe der Anlageverantwortlichen nicht erfüllt im Einhalten restriktiver Vorschriften, sondern in der professionellen Ausübung des Verwaltungsauftrags im Auftrag der Destinatäre.**

Die Argumentationslinie dieser Studie folgt dieser Entwicklung in drei Schritten. Zunächst wird auf die Mängel der meisten bestehenden Portfolios von Pensionskassen verwiesen, welche meist unter dem Potenzial der mit den heutigen BVV2-Vorschriften gesetzten Effizienzgrenze verbleiben. In einem ersten Schritt gilt es also, die Effizienz mit den bestehenden regulatorischen Möglichkeiten zu steigern. Der zweite Schritt setzt die beschriebene Anpassung respektive Neudefinition der Anlagerichtlinien voraus. Der dritte Schritt ergibt sich aus dem zweiten: Grössere

Freiheiten durch die Abkehr von der traditionellen Kategorienbegrenzung bedeuten auch eine erhöhte Eigenverantwortung und damit ein adäquates Know-how; Anforderungen, die einer verstärkten und international bereits weitgehend anerkannten Prudent Investor Rule entsprechen.

Die BVV2 hat bereits das Grundkonzept der Verhaltensregeln für Einrichtungen auf Verordnungsstufe verankert. Somit besteht auch die Möglichkeit, dass die Beaufsichtigung mehr auf der Basis der Einrichtung und deren Organe sowie ihrer Organisation und weniger auf der Einhaltung der gesetzlichen Anlagevorschriften erfolgen könnte. Der Ansatz der organisationsspezifischen Beaufsichtigung, wie ihn die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) heute schon für Fondsleitungen anwendet, könnte auch bei den Vorsorgeeinrichtungen und Anlagestiftungen zur Anwendung kommen.

Damit die obersten Organe ihre Verantwortung wahrnehmen und das Vermögen der wirtschaftlich Berechtigten zielgerichtet, sorgfältig und unter Anwendung von zeitgemässen Portfolio-Theorien anlegen können, braucht es eine Gesetzgebung, welche die Einrichtung und deren Organe reguliert und nicht die Portfolios, Anlagen, Gefässe oder Produkte. Anlagevorschriften und Restriktionen sollten demnach durch klare Anforderungen an die obersten Organe einer Einrichtung und deren Organisation abgelöst werden. Dies bedingt, dass die Einrichtungen Strukturen schaffen und Fachkenntnisse ausbauen, die Gewähr für eine einwandfreie Geschäftsführung bieten. Dieser Ansatz wird in der Schweiz bereits für Banken, Fondsleitungen und Vermögensverwalter erfolgreich angewendet. Die Organe der Einrichtung werden dadurch auch mehr in die Verantwortung genommen, da es bei einem solchen Ansatz nicht mehr möglich ist, die gesetzlichen Anlagevorschriften und Restriktionen für das Nichterreichen der Ziele oder Vorgaben verantwortlich zu machen.

## Kapitel 9 – Vergleich mit dem Ausland: Die Schweiz liegt zurück

**Es stellt sich die Frage, ob die Regulierung der Vermögensverwaltung wie in der Schweiz üblich, im Vergleich zu anderen Ländern zu Performance-Einbussen führt. In der Tat liegt die Schweiz zurück. Die Ursachen sind auf mehrere Faktoren zurückzuführen, aber die durch die Vorschriften stark beeinflusste Asset Allocation ist ausschlaggebend.**

Auf Basis der Tatsache, dass die schweizerischen Pensionskassen weit strikteren Anlagerestriktionen unterliegen als jene vergleichbarer Länder, stellt sich die Frage, wie die Vorsorgeeinrichtungen im internationalen Vergleich abschneiden. Um es vorwegzunehmen: Das Resultat ist ernüchternd.

Ein Blick auf die Anlageperformance der Pensionskassen diverser OECD-Länder in den vergangenen fünf respektive zehn Jahren zeigt, dass sich die Schweiz nominal wie auch inflationsbereinigt im mittleren bis unteren Feld befindet. In den vergangenen fünf Jahren hat die Schweiz in nominalen Grössen von 26 betrachteten Ländern einen bescheidenen 16. Platz erlangt, real immerhin noch Platz 10. In den letzten zehn Jahren war das Ergebnis mit Platz 17 (nominal) und Platz 10 (real) nicht viel besser.

Sortiert nach einer Gruppe, in der die Schweiz nur mit Ländern verglichen wird, bei denen das Vorsorgekapital in ähnlichem Verhältnis zur Wirtschaftsleistung steht, zeigt sich, dass in nominalen Grössen in den letzten fünf Jahren jedes dieser Länder die Schweiz übertroffen hat. Die Pensionskassen Grossbritanniens hatten sogar eine um 156 Prozent höhere jährliche Rendite als die Schweizer Pensionskassen. Auch in realen Grössen schnitten sämtliche Vergleichsländer, mit der Ausnahme der USA, besser als die Schweiz ab. Ein ähnliches Bild zeigt sich auch über einen Horizont von zehn Jahren.

Es scheint, dass die Vermögensallokation, insbesondere der nichttraditionellen Anlagen ein entscheidender Faktor für die Performance war. So schichteten zum Beispiel sowohl Kanada als auch die Niederlande vermehrt in nichttraditionelle Anlagen um.

### 3 Berufliche Vorsorge – Zielsetzung und aktuelle Herausforderungen

Die berufliche Vorsorge beruht auf dem Ansparen individueller Altersguthaben im Rahmen von Pensionskassen. Das System sieht sich aktuell zwei Herausforderungen gegenüber: Die steigende Lebenserwartung bei gleichbleibendem Renteneintrittsalter und die historisch tiefe Verzinsung der Anlagen. Als Konsequenz sind die Vorsorgeeinrichtungen gezwungen, die technischen Zinsen und Umwandlungssätze den veränderten Bedingungen anzupassen. Aber auch anlageseitig ist eine Neuausrichtung erforderlich, wenn das Leistungsniveau gehalten werden soll.

Das Ziel der beruflichen Vorsorge bildet in Ergänzung zur Alters- und Hinterbliebenenversicherung (AHV) die Fortsetzung der gewohnten Lebenshaltung in angemessener Weise. Die beiden Begriffe «gewohnte Lebenshaltung» und «angemessen» sind im Gesetz nicht spezifiziert. Gemäss übereinstimmender Auffassung soll eine Rente von rund 60 Prozent des letzten Lohnes erreicht werden, um den gewohnten Lebensstandard fortführen zu können.

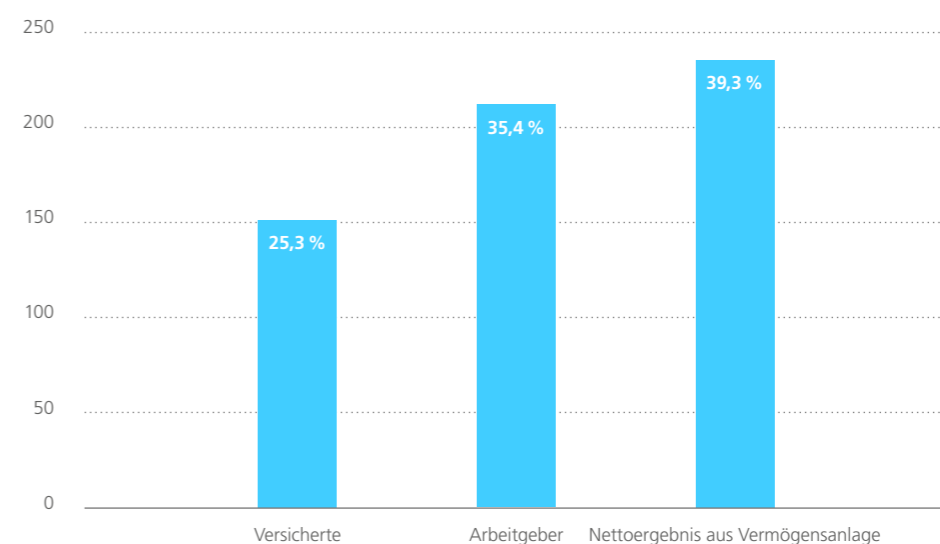
#### 3.1 Die drei Beitragszahler

Im Gegensatz zur 1. Säule, die im Umlageverfahren (Generationenvertrag) finanziert wird, sparen die Versicherten in der 2. Säule individuell das Kapital für ihre künftigen Renten an. Das Alterskapital setzt sich zusammen aus den Lohnbeiträgen der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer, den mindestens gleich hohen Beiträgen der Arbeitgeber und dem Ertrag auf dem angesparten Vermögen. Eigenheit und Vorteil des sogenannten Kapitaldeckungsverfahrens sind, dass jeder Vorsorgenehmer für sich spart und das System nicht unmittelbar abhängig von der demographischen Entwicklung ist wie die AHV.

Abb. 3.1

#### Die drei Beitragszahler 2005–2014

in Milliarden CHF



Quelle: Bundesamt für Statistik (BFS)

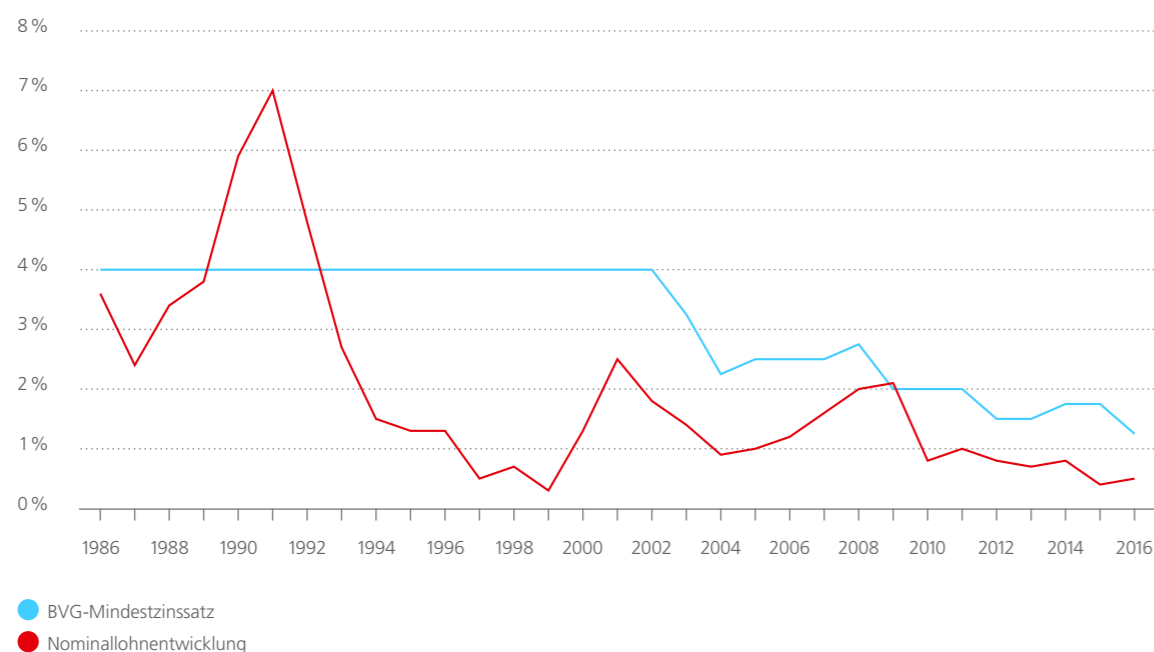
In den zehn Jahren von 2005 bis 2014 trugen die Vermögenserträge fast 40 Prozent zu den Gesamteinnahmen der Pensionskassen bei. Längerfristig dürfte der Anteil bei rund einem Drittel liegen. 2015, als die Performance stark zurückging, erreichte dieser Anteil nur noch 17 Prozent. Die hohe Bedeutung des sogenannten 3. Beitragszahlers unterstreicht aber auch die Tatsache, dass bereits ein Renditebeitrag von lediglich 0,1 Prozent bei einem Vorsorgevermögen von über CHF 800 Mrd. zu einem Vermögenszuwachs von ca. CHF 800 Mio. führt.



Die Altersgutschriften der 2. Säule beruhen auf dem jeweils aktuellen Einkommen. Solange die Verzinsung des Altersguthabens jedoch mindestens dem Lohnzuwachs entspricht, wird eine frühere Altersgutschrift auf einem kleineren Lohn den gleichen Wert erhalten wie eine spätere Altersgutschrift auf dem höheren Lohn. Die Annahme, dass die Verzinsung dem Lohnzuwachs entspricht, wird als «goldene Regel» bezeichnet. Sie bestätigte sich nur während einer kurzen Zeitspanne Anfang der 90er-Jahre (Abbildung 3.2). Seither übertraf der Zins regelmässig den Lohnanstieg, was zu höheren Altersleistungen führte als erwartet.

Abb. 3.2

**Nominelle Lohnentwicklung im Vergleich zum BVG-Mindestzins 1985–2016 (2016 = Schätzung)**



Quelle: Bundesamt für Statistik (BfS)

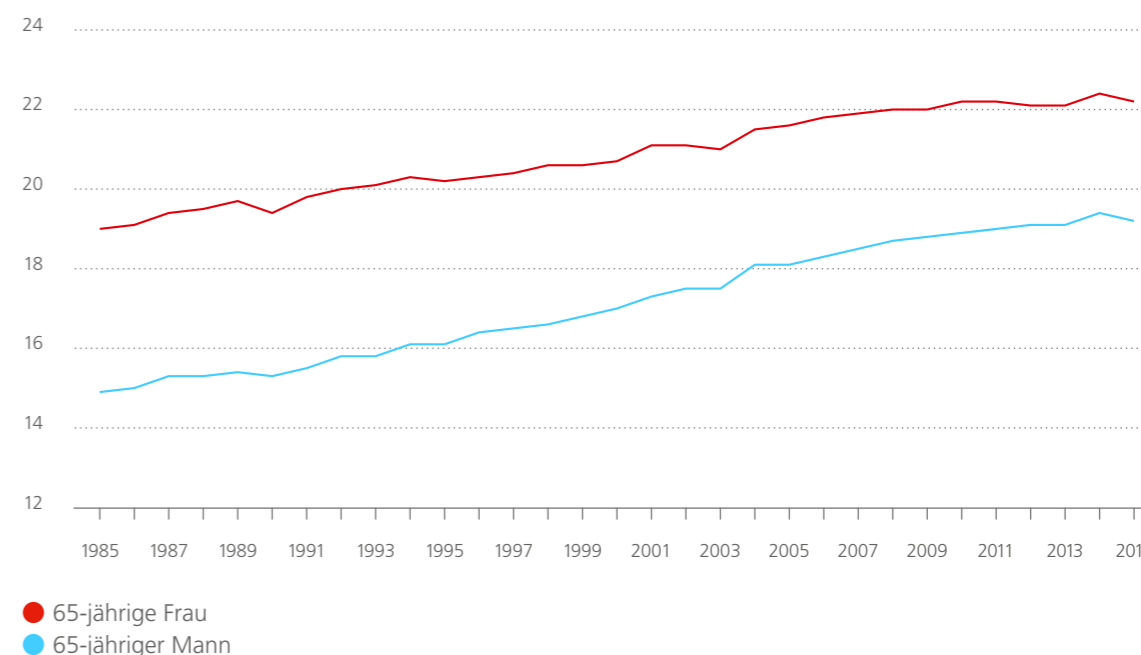
Wird die historische Entwicklung der nominellen Lohnentwicklung mit dem BVG-Mindestzinssatz verglichen, zeigt sich, dass mit Ausnahme der frühen 90er-Jahre die Verzinsung der Altersguthaben höher ausgefallen ist als die Lohnentwicklung. Die Renten nahmen damit stärker zu als ursprünglich vorgesehen.

**3.2 Herausforderungen Biometrie und Kapitalmarkt**

Herausforderungen für Pensionskassen bilden die biometrische Entwicklung (zunehmende Lebenserwartung im Zeitpunkt der Pensionierung) der Versicherten und das anhaltende Tiefzinsumfeld der Kapitalmärkte. Abbildung 3.3 zeigt die Entwicklung der Lebenserwartung unserer Bevölkerung im Alter von 65 Jahren deutlich auf. Der medizinische Fortschritt, die gesündere Lebensführung und der hohe Wohlstand sorgen dafür, dass unsere Lebenserwartung stetig steigt. So nahm die Lebenserwartung für einen 65-jährigen Mann zwischen 1984 und 2014 um 4,5 Jahre und für eine Frau um 3,4 Jahre zu. Dabei gilt für Rentner die Besitzstandswahrung.

Abb. 3.3

**Lebenserwartung 1985 bis 2015 in Jahren**



Quelle: Bundesamt für Statistik (BfS)

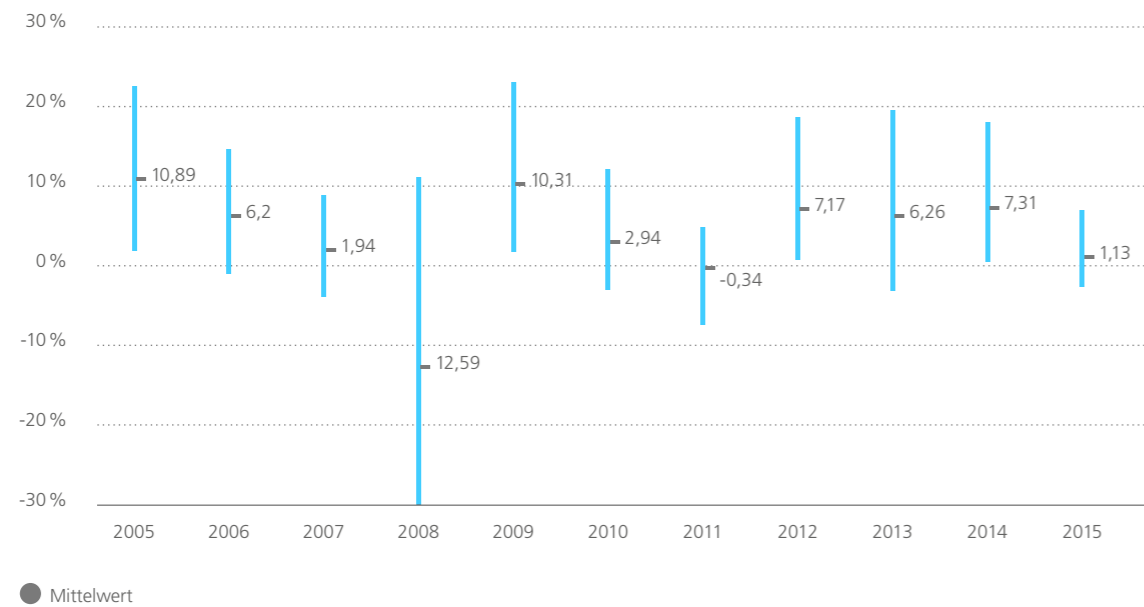


Ohne Erhöhung des Rentenalters verlangt allein diese Entwicklung die laufende Verstärkung der Altersguthaben. Die Höhe der laufenden Renten kann nur unter sehr restriktiven Bedingungen reduziert werden. Die Verlängerung der Lebenserwartung erfordert Rückstellungen zwischen 0,3 Prozent und 0,5 Prozent des Rentnerkapitals.

Aufgrund der Zinssituation wird es jedoch immer schwieriger, eine adäquate Rendite zu erwirtschaften. Die in der Vergangenheit erzielten Kapitalerträge dürften künftig nur noch schwer zu erzielen sein. Trotz einiger Turbulenzen an den Kapitalmärkten, beispielsweise im Krisenjahr 2008, lieferte der 3. Beitragszahler in den vergangenen Jahren eine jährliche Rendite von durchschnittlich 4,25 Prozent. Der Satz dürfte künftig deutlich tiefer liegen (vgl. dazu die Ausführungen in Kapitel 4).

Abb. 3.4

**Durchschnittlich erzielte Rendite der Schweizer Pensionskassen**  
Performance in Prozent

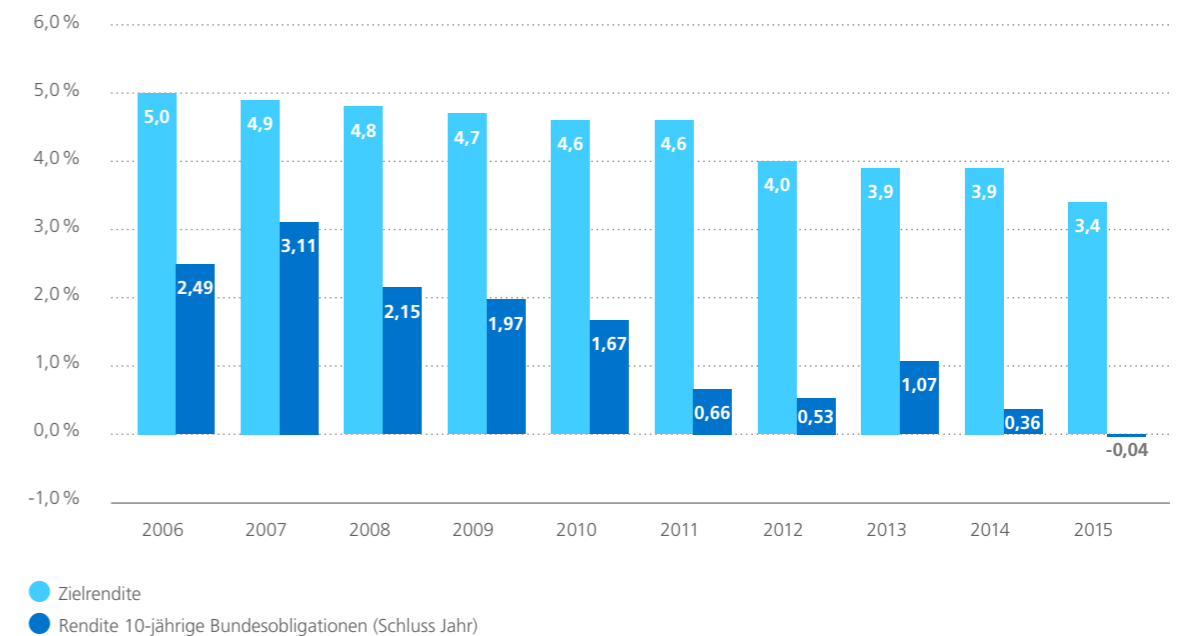


Quelle: Swisssanto Schweizer Pensionskassenstudie 2016

Die Zielrendite wurde in den letzten zehn Jahren entsprechend deutlich gesenkt (Abbildung 3.5). Höhere Beiträge zum Ausgleich einzufordern, ist nur schwer durchsetzbar. Zur Wahrung des finanziellen Gleichgewichts senken die Pensionskassen deshalb den technischen Zinssatz respektive den Umwandlungssatz. Eine Senkung des technischen Zinssatzes bedeutet, dass für eine definierte Leistung das notwendige Rentnerkapital steigt, was sich in einem tieferen Deckungsgrad auswirkt.

Abb. 3.5

**Abkoppelung der Zielrenditen vom risikolosen Zins**  
Zinssatz in Prozent



Quelle: Swisssanto Schweizer Pensionskassenstudie 2016

Die Negativzinssituation an den Kapitalmärkten erhöht die Ansprüche an die Vermögensbewirtschaftung zusätzlich. Die Erwartungen an die Zielrenditen haben sich in den letzten Jahren immer stärker vom risikolosen Zins abgekoppelt. Die Differenz lag per Ende 2015 bei hohen 3,4 Prozent. Diese Entwicklung würde folglich bedeuten, dass zur Erreichung der Zielrendite auf der Anlageseite deutlich mehr Risiken eingegangen werden müssten als bisher.



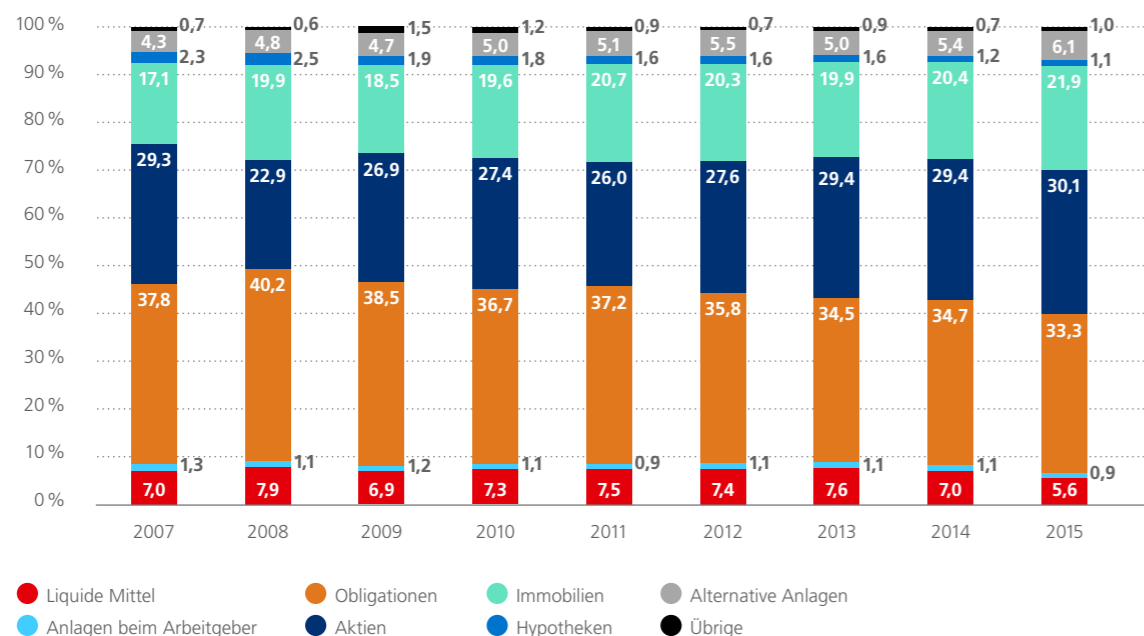
### 3.3 Stabile Vermögensallokation trotz verändertem Umfeld

Anlageseitig haben die Vorsorgeeinrichtungen auf die neuen Verhältnisse bisher jedoch wenig reagiert. Festzustellen ist ein leichter Abbau der Obligationen-Positionen. Die durchschnittliche Asset Allocation per Ende 2015 unterscheidet sich jedoch auffallend wenig von früher ermittelten Werten (Abbildung 3.6). Die damit verbundenen Fragen und Chancen bilden die Schwerpunkte der folgenden Kapitel.

Abb. 3.6

#### Vermögensallokation der Schweizer Pensionskassen 2007–2015

Anteile in Prozent



Quelle: Swisscanto Schweizer Pensionskassenstudie 2016

## 4 Erwartete und benötigte Kapitalmarktrenditen

Die Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg und BAK Basel haben Prognosen zur Performance der für die Pensionskassen massgeblichen Kapitalmärkte erarbeitet. Die aktuellsten Daten der Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg lassen im Vergleich zu BAK Basel noch geringere Renditen erwarten. Grund dafür ist das anhaltend tiefe Zinsniveau. Ein sich weltweit abschwächendes Wirtschaftswachstum und geringe bis teilweise negative Inflationsraten verstärken den Trend. Für die Schweiz tritt der Effekt des starken Frankens hinzu. Die Schlussfolgerung lautet, dass die schweizerischen Vorsorgeeinrichtungen ohne Strategieänderung vor Renditeproblemen stehen werden.

Seit 1985 veröffentlicht Pictet Asset Management Indizes, welche die durchschnittliche theoretische Performance von repräsentativen Pensionskassenportfolios messen. Diese Indizes werden für drei Ziel-Aktienallokationen von 25 Prozent, 40 Prozent und 60 Prozent Aktienanteil berechnet (BVG-25, BVG-40, BVG-60) und wurden 2005 und 2015 erweitert:



- 2005: Erweiterung um Immobilien, Hedge Fonds und Private Equity; Absicherung des Währungsrisikos
- 2015: Erweiterung um Schwellenländeranleihen, Unternehmensanleihen, Small Caps und Absolute Return Strategien; Absicherung des Währungsrisikos

Abb. 4.1

### Die historischen 10-Jahres-Renditen der BVG-Indizes

Historische Risiken und Renditen der BVG-Indizes, Januar 1994–Dezember 2014, in %

| Profil                            | BVG-25 |        |        | BVG-40 |        |        | BVG-60 |        |        |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                                   | 2000   | 2005   | 2015   | 2000   | 2005   | 2015   | 2000   | 2005   | 2015   |
| Jahrgang                          | 2000   | 2005   | 2015   | 2000   | 2005   | 2015   | 2000   | 2005   | 2015   |
| Rendite                           | 4,75   | 4,90   | 4,84   | 5,15   | 5,35   | 5,33   | 5,56   | 5,86   | 5,82   |
| Risiko                            | 4,62   | 4,55   | 4,96   | 6,71   | 6,80   | 7,10   | 9,77   | 9,95   | 10,20  |
| Rendite/Risiko                    | 1,03   | 1,08   | 0,98   | 0,77   | 0,79   | 0,75   | 0,57   | 0,59   | 0,57   |
| Maximale Baisse                   | -14,14 | -16,69 | -15,92 | -23,36 | -28,55 | -25,13 | -34,49 | -41,32 | -36,50 |
| Dauer der Aufholphase, in Monaten | 12     | 13     | 13     | 42     | 41     | 41     | 50     | 56     | 49     |
| Tiefste Jahresrendite             | -9,88  | -11,51 | -11,30 | -17,28 | -20,67 | -18,57 | -26,63 | -31,05 | -27,78 |

Quelle: Pictet BVG-Indizes, Pictet Asset Management, Januar 2015 (10 Jahre monatlich rollierend)

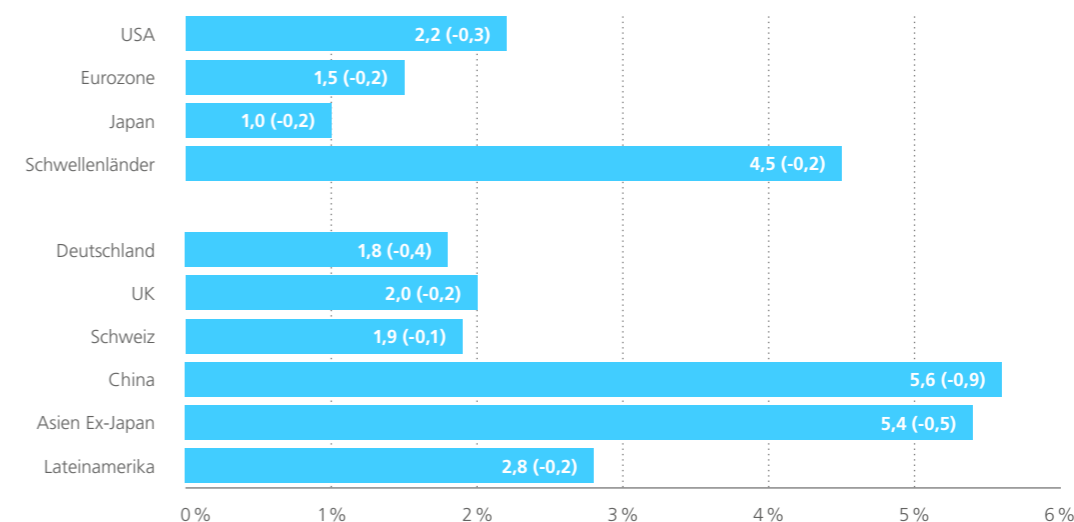
Die Abbildung 4.1 zeigt deutlich, dass die Renditen von Portfolios mit grösserem Aktienanteil (BVG-60) höher ausgefallen sind. Die stärkere Volatilität bei solchen Anlagen setzt jedoch eine erhöhte Risikobereitschaft voraus.

#### 4.1 Tiefere erwartete Renditen

Seit der Finanzkrise 2008 hat die Weltwirtschaft nicht mehr auf ihren früheren Wachstumspfad zurückgefunden. Über die letzten fünf Jahre ist die globale Wirtschaft lediglich um 2,5 Prozent pro Jahr gewachsen, deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt von 3,5 Prozent. Diese Wachstumsabschwächung fand in allen grossen Volkswirtschaften statt und war auch in der Schweiz festzustellen.

Abb. 4.2

### Durchschnittliche reale BIP-Wachstumsraten über die nächsten 5 Jahre in Prozent



Prognose bis Ende Jahr 2020, Veränderungen gegenüber letzter Prognose in Klammern

Quelle: A Secular Outlook, Pictet Asset Management, Juni 2016

Pictet Asset Management geht in einer aktuellen Studie von einer strukturellen Abschwächung des globalen Wachstumspotenzials aus und glaubt, dass dieser Trend sich weit über die nächsten fünf Jahre hinaus fortsetzen wird. Dies führt im historischen Vergleich zu tiefen Wachstumsprognosen sowohl für entwickelte Länder als auch für Schwellenländer.

Hauptgründe für diese Wachstumsabschwächung sind:

- **Abnehmendes Produktivitätswachstum**  
In den USA ist die Arbeitsproduktivität über die letzten fünf Jahre um lediglich 0,5 Prozent gewachsen; so wenig wie seit den 80er-Jahren nicht mehr. Diese Entwicklung ist in den meisten Volkswirtschaften festzustellen. Der Hauptgrund dafür liegt in der schwachen Investitionstätigkeit des privaten Sektors seit 2008.
- **Hohe Verschuldung**  
Die Weltwirtschaft ist heute höher verschuldet als 2008 am Ende der Finanzkrise. Insbesondere entwickelte Volkswirtschaften und Unternehmen der Schwellenlän-



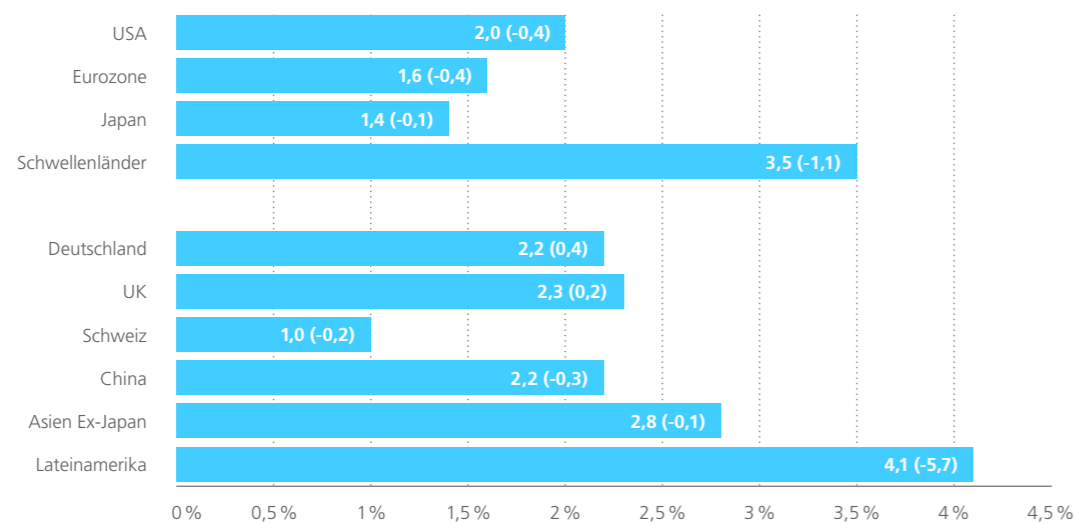
der haben ihre Verschuldung weiter erhöht. Diese Verschuldung und der damit einhergehende Schuldendienst üben eine starke Bremswirkung auf die Wirtschaftsdynamik aus.

- Chinas wirtschaftliche Transformation zu einer Dienstleistungsgesellschaft**  
 Die chinesische Volkswirtschaft hat sich von einer schier unersättlichen Nachfragerin von Rohstoffen zu einer Produzentin von Gütern und Dienstleistungen entwickelt. Der Infrastrukturbloom trug beispielsweise im Jahr 2003 40 Prozent zum Wachstum des Bruttoinlandprodukts (BIP) bei. Obwohl insbesondere der Dienstleistungssektor immer noch hohe Wachstumszahlen aufweist, ist davon auszugehen, dass China zukünftig nicht mehr die Funktion einer globalen Wachstumslokomotive übernehmen kann.

Die Autoren der Studie rechnen nicht mit einem wesentlichen Anstieg der Inflation. Über die nächsten fünf Jahre werden für entwickelte Länder jährliche Inflationsraten von lediglich 1 bis 2 Prozent erwartet. Leicht höher sind die Erwartungen für die

Abb. 4.3

**Durchschnittliche Inflationsraten über die nächsten 5 Jahre**  
in Prozent



Prognose bis Ende Jahr 2020, Veränderungen gegenüber letzter Prognose in Klammern

Quelle: A Secular Outlook, Pictet Asset Management, Juni 2016

Schwellenländer (ca. 3,5 Prozent). Hauptgründe für diese Prognosen sind das angesprochene tiefe globale Wirtschaftswachstum, das strukturelle Überangebot an Roh- und Werkstoffen sowie anhaltend tiefe Energiepreise. Eine anhaltende Zinserhöhung ist gegenwärtig in der Schweiz nicht in Sicht. Das tiefe Wirtschaftswachstum unter Potenzial wird zu einer Fortführung der expansiven Geldpolitik der meisten Notenbanken führen.

Der skizzierte ökonomische Rahmen führt im historischen Vergleich zu eher bescheidenen Renditeerwartungen und einer starken Diskriminierung einerseits zwischen den Renditen von Aktien und Staatsanleihen sowie andererseits zwischen jenen von Schwellenländern und entwickelter Volkswirtschaften. Dies wird durch die von der UBS AG Ende Juni 2016 publizierten zehnjährigen Renditeprognosen bestätigt. Die langfristigen Renditeschätzungen der Ökonomen der UBS liegen deutlich unter den Werten der Vergangenheit.

Über die nächsten zehn Jahre rechnet die UBS für Staatsanleihen entwickelter Länder mit sehr tiefen Renditen von etwa 0,0–0,5 Prozent. Zum Zeitpunkt der Vorbereitung dieser Publikation rentieren bereits 28 Prozent aller Anleihen entwickelter Länder negativ. Positive Renditen werden nur von Staatsanleihen sich entwickelnder Länder erwartet. Für die klassischen von schweizerischen Pensionskassen gehaltenen Aktienmärkte werden ansprechende Renditen prognostiziert. Für den schweizerischen Aktienmarkt sagen die Ökonomen der UBS eine Rendite von +7,6 Prozent pro Jahr voraus. Ebenfalls positiv sind die Prognosen für Aktien Welt (+7,5 %). Eine starke Erholung der Rohstoffe erscheint über die nächsten Jahre unwahrscheinlich. Das erwartete bescheidene Weltwirtschaftswachstum wird hauptsächlich im Service-sektor stattfinden und wenig Impulse für die Rohstoffmärkte liefern (+2,3 %). Für die Anlageklasse Private Equity, welche den alternativen Anlagen zugeordnet wird, werden klar positive Zehnjahresrenditen erwartet (+9,9 %). Die Anlageklasse zeigt historisch eine Zusatzrendite von rund fünf Prozent pro Jahr gegenüber kotierten Aktien. Immobilien sind eine Anlageklasse, welche insbesondere im Vergleich zu Obligationen entwickelter Märkte eine weiterhin attraktive Alternative bleiben (Immobilien Welt +3,4 %).



Abb. 4.4

**Pictet BVG-25: Erwartete Renditen 2016–2026 in CHF**

| Anlageklasse   | BVG-25<br>Aufteilung % | Erwartete jährliche<br>Rendite 2016–26 | Beitrag<br>jährliche Rendite |
|--|------------------------|--|------------------------------|
| Aktien Schweiz   | 10,0 %                 | 7,6 %                                  | 0,8 %                        |
| Aktien Welt  | 13,5 %                 | 7,5 %                                  | 1,0 %                        |
| Aktien Schwellenländer   | 1,5 %                  | 8,3 %                                  | 0,1 %                        |
| Obligationen CHF   | 60,0 %                 | 0,5 %                                  | 0,3 %                        |
| Obligationen EUR   | 10,0 %                 | 0,3 %                                  | 0,0 %                        |
| Obligationen Welt  | 5,00 %                 | 0,0 %                                  | 0,0 %                        |
| <b>Total</b>   | <b>100,0 %</b>         |  | <b>2,2 %</b>                 |
| <b>Nettorendite unter Einbezug der Vermögensverwaltungskosten von 0,5 % p.a.</b> |                        |  | <b>1,7 %</b>                 |

Quelle: Auf Basis von Renditeerwartungen der UBS AG, 2016

Abb. 4.5

**Pictet BVG-40: Erwartete Renditen 2016–2026 in CHF**

| Anlageklasse   | BVG-40<br>Aufteilung % | Erwartete jährliche<br>Rendite 2016–26 | Beitrag<br>jährliche Rendite |
|--|------------------------|--|------------------------------|
| Aktien Schweiz   | 15,0 %                 | 7,6 %                                  | 1,1 %                        |
| Aktien Welt  | 22,5 %                 | 7,5 %                                  | 1,7 %                        |
| Aktien Schwellenländer   | 2,5 %                  | 8,3 %                                  | 0,2 %                        |
| Obligationen CHF   | 45,0 %                 | 0,5 %                                  | 0,2 %                        |
| Obligationen EUR   | 10,0 %                 | 0,3 %                                  | 0,0 %                        |
| Obligationen Welt  | 5,0 %                  | 0,0 %                                  | 0,0 %                        |
| <b>Total</b>   | <b>100,0 %</b>         |  | <b>3,2 %</b>                 |
| <b>Nettorendite unter Einbezug der Vermögensverwaltungskosten von 0,5 % p.a.</b> |                        |  | <b>2,7 %</b>                 |

Quelle: Auf Basis von Renditeerwartungen der UBS AG, 2016

**4.2 Künftig zu erwartende Renditen anhand der Pictet BVG-Indizes**

Nimmt man die erwarteten Zehnjahresrenditen der UBS zu Hilfe, ergeben sich für die gängigen BVG-Indizes Pictet BVG-25 beziehungsweise Pictet BVG-40 jährliche Renditen über die nächsten zehn Jahre von 2,2 Prozent beziehungsweise 3,2 Prozent pro Jahr.

Unter Berücksichtigung der Kosten, insbesondere der Vermögensverwaltungskosten von 0,44 Prozent pro Jahr<sup>1</sup>, kann mit einer Nettorendite über die nächsten zehn Jahre von rund 1,7 Prozent für das BVG-25-Portfolio und 2,7 Prozent pro Jahr für das BVG-40-Portfolio gerechnet werden.

Unabhängig vom Einbezug der Kosten zeigt sich im Vergleich zu den historischen Renditen, dass basierend auf den präsentierten Erwartungen ein signifikanter Unterschied besteht.

**4.3 Absehbare Renditeprobleme**

Im Zentrum der anstehenden BVG-Revision steht die Senkung des Mindest-Umwandlungssatzes von 6,8 Prozent auf 6,0 Prozent. Für letzteren Satz werden allerdings rund 4 Prozent jährliche Anlagerendite (technische Verzinsung) vorausgesetzt, was basierend auf den erwarteten Kapitalmarktrenditen nicht realistisch ist.

Die Wachstumsprognosen und die Renditeerwartungen der Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg sind keine guten Nachrichten für schweizerische Pensionskassen. Sie bedeuten, dass für fundamentale Anlageklassen wie Schweizer-Franken-Staatsanleihen sowie Staatsanleihen entwickelter Länder mit negativen oder zumindest im historischen Vergleich mit sehr tiefen Renditen gerechnet werden muss. Ohne Anpassung der Anlagestrategie werden die Kassen über die nächsten Jahre mit grosser Wahrscheinlichkeit vor Renditeproblemen stehen.

<sup>1</sup> Median der Vermögensverwaltungskosten 2015 in % kostentransparenter Anlagen gemäss Swisscanto Schweizer Pensionskassenstudie 2016.

## 5 Optimale Vermögensverwaltung bei Pensionskassen

Die strategische Asset Allocation bildet die wichtigste Bestimmungsgrösse für die zu erwartende Rendite eines Portfolios. Zur Bestimmung der optimalen Asset Allocation gelten die Erkenntnisse der Portfolio-Theorie von Markowitz, welche aufzeigt, wie bei gegebener Risikofähigkeit die maximale Rendite respektive für eine angestrebte Rendite ein minimiertes Risiko zu erreichen ist. Untersuchungen der realen Portfolios von schweizerischen Pensionskassen lassen erkennen, dass sie für die erzielte Rendite in der Regel zu hohe Risiken eingehen, respektive mit dem bestehenden Risiko höhere Renditen erzielen könnten. Es besteht somit Optimierungspotenzial. Nochmals höhere Renditen liessen sich durch eine Anpassung der bestehenden Einschränkungen in der BVV2 erzielen. Eine solche Überarbeitung ist aber nur dann sinnvoll, wenn die Vorsorgeeinrichtungen bereit sind, das schon heute bestehende Potenzial auszunutzen. Dies könnte insbesondere durch den verstärkten Einbezug nichttraditioneller Anlagen in die Portfolios geschehen.

Die Höhe der Verpflichtungen für die bestehenden und zukünftigen Rentner ist stark von politisch beeinflussten Parametern abhängig. Entsprechend sind in den letzten Jahren diverse politische Vorstösse zu einer adäquaten Definition der Verbindlichkeitsstrukturen von Pensionskassen eingereicht worden.

Die Überlegungen in dieser Studie beziehen sich jedoch primär auf Vermögensverwaltungsaspekte. Biometrische Faktoren wie beispielsweise Langlebigkeit, Versicherungsstruktur oder politische Prozesse, die ebenfalls den Deckungsgrad beeinflussen, werden nur insofern berücksichtigt, als dass sie einen direkten Einfluss auf die Vermögensverwaltung haben. Die Studie zeigt auf, welche Faktoren Pensionskassen im Zusammenhang mit der Verwaltung ihrer Vermögen selber beeinflussen können. Dazu lohnt es sich, zentrale Grundsätze der Vermögensverwaltung in Erinnerung zu rufen und diese aus einem neuen Blickwinkel zu betrachten.

### 5.1 Strategische Asset Allocation

Die Anlagestrategie ist das wichtigste Element, wenn es darum geht, neue Anlageportfolios zu erstellen oder bestehende zu optimieren. Erläutert werden deshalb im Folgenden die wichtigsten Grundsätze, die einer Strategiefindung zu Grunde liegen. Präsentiert werden darüber hinaus Erwartungen für Rendite, Risiko und die Korrelation zwischen den Hauptanlageklassen.

Eine Eigenheit der Vermögensverwaltung für die 2. Säule stellt die BVV2-Verordnung dar, die unter anderem festlegt, welche Anlageklassen erlaubt sind und für diese Begrenzungen festlegt. Diese Einschränkungen behindern eine optimale Vermögensverwaltung. Das Problem ist allerdings grundsätzlicher, denn viele Pensionskassen interpretieren die BVV2-Begrenzungen als Empfehlung oder als Benchmark. In der Folge nutzen sie die vorgesehenen Freiräume gar nicht aus. Selbst unter Berücksichtigung der kassenspezifischen Verpflichtungen, insbesondere der Liquiditätsanforderungen, ist deshalb Optimierungspotenzial vorhanden.

Die strategische Asset Allocation legt unter anderem fest, in welche Anlageklassen, Regionen und Währungen das Vermögen auf längere Sicht angelegt werden soll. Ihre Bedeutung ist zentral und zeigt sich am Einfluss auf die Performance. Im Vergleich zu den Renditebeiträgen aus Titelselektion und der taktischen Allokation, also der kurzfristigen Abweichung von der strategischen Allokation, trägt die strategische

Asset Allocation rund 80 Prozent und mehr zur Rendite eines Portfolios bei. Die konkrete Asset Allocation wird primär durch die Zielrendite sowie die Risikotoleranz der Anlegerin bestimmt, wobei sich das tolerierbare Risiko zu grossen Teilen aus Anlagehorizont und Liquiditätsbedürfnissen ableiten lässt.

Bei der Erstellung der strategischen Allokation müssen die zukünftigen Verpflichtungen und damit die Passivseite der Bilanz zwingend mitberücksichtigt werden. Das sogenannte Asset-Liability-Management zielt auf eine grösstmögliche Rendite bei vorgegebener Risikofähigkeit ab (häufig gemessen am Deckungsgrad einer Pensionskasse), unter gleichzeitiger Sicherstellung aller anfallenden Liquiditätsabflüsse.

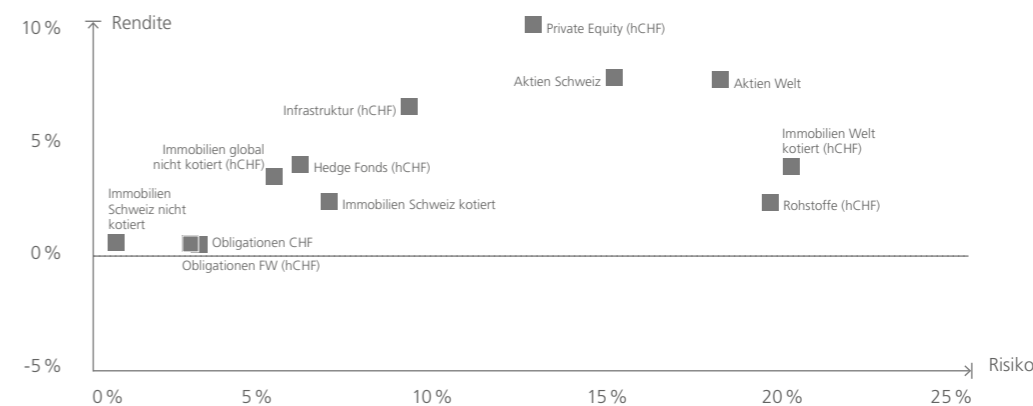
Grösstenteils Übereinstimmung herrscht bei den Grundsätzen, nach denen Vermögen unter Ausblendung der (Liquiditäts-)Einschränkungen investiert werden müssen. Für ein optimales Anlageportfolio bilden nach wie vor die Erkenntnisse aus der Portfolio-Theorie von Nobelpreisträger Harry Markowitz eine wichtige Grundlage, wonach jeder Investor ein möglichst effizientes Portfolio anstreben sollte. Ein solches minimiert das Risiko bei gegebener Rendite oder maximiert die Rendite bei gegebenem Risiko.

Die Abbildungen 5.1 und 5.2 illustrieren die aktuellen Erwartungen der Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg bezüglich Rendite, Risiko und Korrelation für die wichtigsten Anlageklassen über die nächsten zehn Jahre pro Jahr. Kombinationen von Anlagen mit tiefen Korrelationen (dunkelblau bis blau) erhöhen die Diversifikationseffekte in einem Portfolio, da dadurch das Portfolio-Gesamtrisiko tiefer ausfällt als die Summe der Risiken der jeweiligen Vermögensklassen. Das ermöglicht es einem Anleger, die Schwankungsbreite einer Portfoliorendite und das Portfoliorisiko zu reduzieren. Wie sich zukünftige Renditen und damit auch Korrelationen und Risiken tatsächlich entwickeln, ist offen.



Abb. 5.1

### Erwartete Rendite und Risiken nach Anlageklassen über 10 Jahre

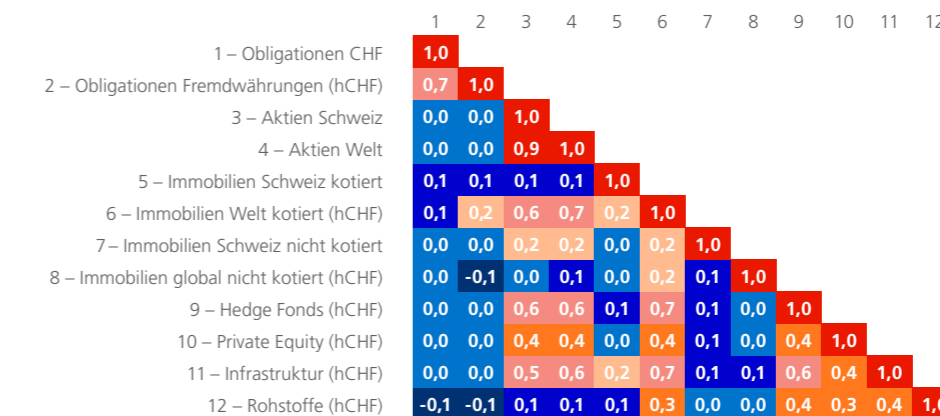


hCHF = CHF besichert

Quelle: Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg, Daten per 30. Juni 2016

Abb. 5.2

### Erwartete Korrelation der Anlageklassen über 10 Jahre



Quelle: Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg, Daten per 30. Juni 2016

## 5.2 Optimierung der Anlagestrategie unter Berücksichtigung der BVV2

Für das Optimierungspotenzial aus portfoliotheoretischer Sicht definiert die Studie zwei unterschiedliche Ebenen. Die Abbildung 5.3 veranschaulicht diese basierend auf einem Rendite-Risiko-Diagramm. Die erste Ebene betrifft die strategische Allokation,

die unter den heutigen regulatorischen Bedingungen so effizient wie möglich ausgerichtet werden sollte (Ebene 1: auf und unterhalb der «Effizienzgrenze Ist BVV2»). Die zweite Ebene zeigt die mögliche optimierte Effizienzgrenze ohne BVV2-Restriktionen (Effizienzgrenze Soll).

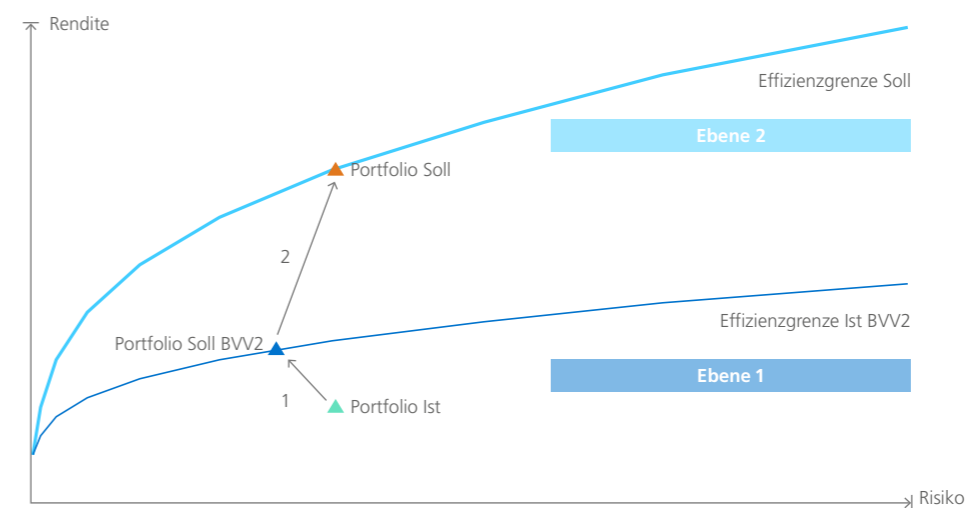
Auch wenn von den BVV2-Vorgaben (vgl. Abbildung 2.2) punkto erlaubter Anlageklassen respektive prozentualer Begrenzungen mit entsprechender Begründung abgewichen werden darf, wird dies in der Realität nur selten genutzt. Die BVV2-Bestimmungen entsprechen deshalb in der Praxis dem möglichen Handlungsfeld inklusive einer Effizienzgrenze (Effizienzgrenze Ist BVV2), auf der die bestmöglichen Portfolios innerhalb dieses Handlungsfeldes liegen. Basierend auf dem Risikoprofil der Pensionskassen muss das Ziel sein, die Portfolios möglichst auf diese Effizienzgrenze zu bringen (Pfeil 1), da ansonsten Rendite verschenkt oder unnötiges Risiko eingegangen wird.

Die erlaubten Freigrenzen für Anlageklassen, im Speziellen für nichttraditionelle Anlagen, werden selten ausgenutzt, obwohl mit deren Ausnutzung die Portfolios effizienter würden. In der Praxis wird die Effizienzgrenze überwiegend mit den traditionellen Anlageklassen Aktien, Obligationen und Schweizer Immobilien gebildet (vgl. Abbildung 3.6) und liegt damit unter der «Effizienzgrenze Ist BVV2».

Die Abbildung 5.3 zeigt eine deutliche Differenz zwischen dem «Portfolio Ist» und dem «Portfolio Soll BVV2». Diese kann aufgrund einer suboptimalen Asset Allocation, beziehungsweise Portfoliokonstruktion zustande kommen, beispielsweise der Wahl und Gewichtungen der Anlageklassen, dem Fremdwährungsmanagement oder dem Management-Stil. Die Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg geht davon aus, dass durch das Nicht-Ausnutzen der bestehenden BVV2-Freigrenzen, insbesondere für alternative Anlagen, das Portfolio Ist unter die «Effizienzgrenze Ist BVV2» fällt.

Abb. 5.3

### Portfolios und Effizienzgrenzen



Quelle: Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg, 2016

Anlageportfolios (Portfolio Ist) weisen in der Regel Verbesserungspotenzial auf. Hier besteht Optimierungspotenzial, das primär über die Asset Allocation (Portfoliokonstruktion), bei Pensionskassen unter Berücksichtigung der BVV2-Richtlinien, ausgenutzt werden kann. Die Portfolios werden dabei aus der Ebene 1 optimalerweise auf die Effizienzgrenze Ist BVV2 verschoben. Ohne BVV2-Richtlinien eröffnet sich ein zusätzliches Potenzial für eine optimale Asset Allocation aus der Ebene 2 in Richtung Effizienzgrenze Soll.

In einem zweiten Schritt der Vermögensverwaltungs-Optimierung in der beruflichen Vorsorge geht es darum, die erreichbare Effizienzgrenze weiter zu erhöhen (Verschiebung Effizienzgrenze Ist BVV2 zu Soll). Dies setzt eine Lockerung oder gänzliche Aufhebung der Anlagevorschriften gemäss BVV2 voraus. Die Nutzung des damit geschaffenen Potenzials bedingt allerdings auch bei den Anlegern ein Umdenken.

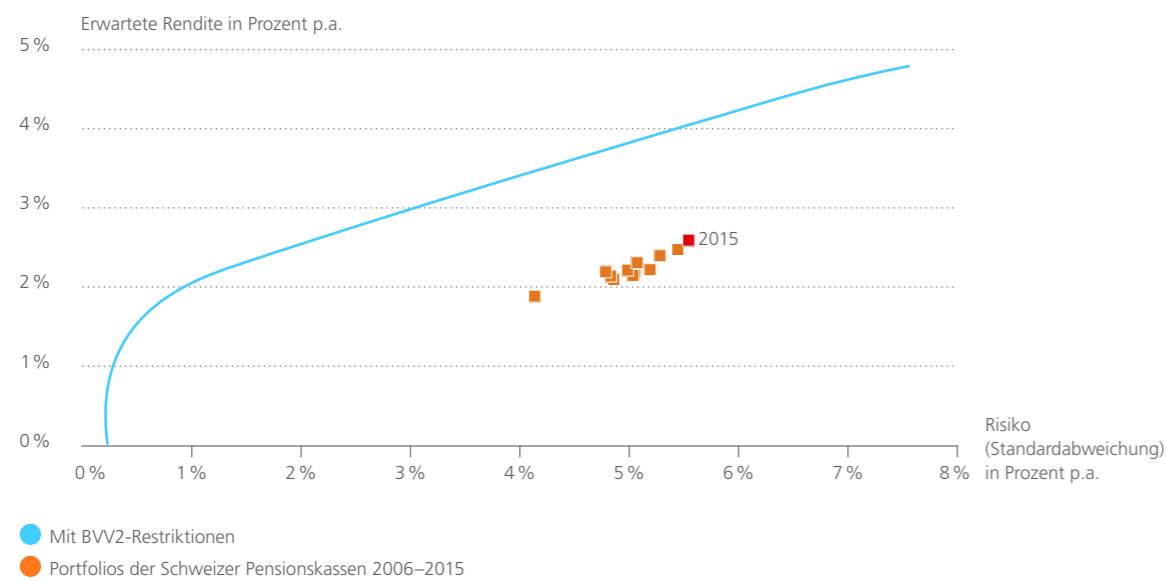
### 5.3 Optimierung der Anlagestrategie: Empirische Evidenz

Die Portfolio-Theorie von Markowitz als Grundlage einer optimalen Vermögensverwaltung sollte auch bei Pensionskassen etabliert sein. Wie weit die Pensionskassen-Portfolios in der Praxis dieser effizienten Ausrichtung entsprechen, respektive

davon entfernt sind, untersuchte die Credit Suisse. Das Resultat (vgl. Abbildung 5.4) zeigt deutlich, dass Pensionskassen im Portfoliokonstruktions-Prozess Verbesserungspotenzial aufweisen. Die Differenz zwischen Portfolio Ist und der Effizienzgrenze Ist BVV2 aus Abbildung 5.3 bestätigt sich somit.

Abb. 5.4

### Effizienzgrenze und Portfolios der Pensionskassen



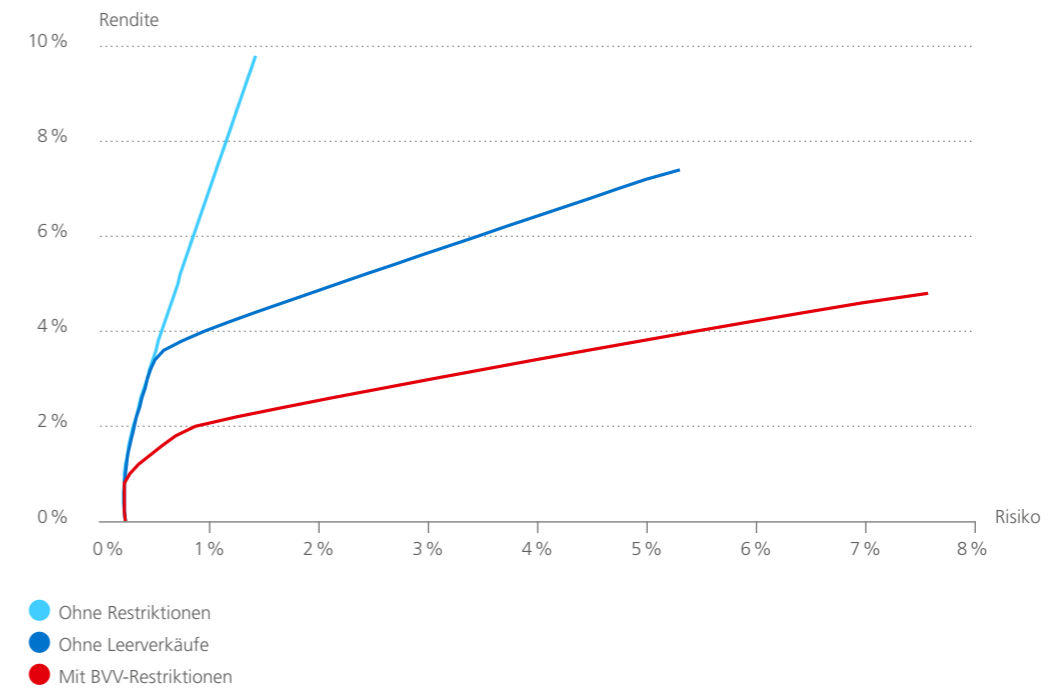
Die Darstellung bezieht sich auf eine 10-jährige Zeitperiode. Die erwarteten Renditen werden nach dem Risikoprämienansatz geschätzt. Volatilitäten und Korrelationen basieren auf dem Zeitraum 2004–2016.

Quelle: Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg auf Basis von Analysen der Credit Suisse in «Schweizer Pensionskassen 2014»

Ob und wie stark die BVV2-Restriktionen eine optimale Vermögensverwaltung behindern (Ebene 2: Effizienzgrenzen Ist BVV2 und Soll), geht aus Abbildung 5.5 hervor. Es bestätigt sich auch hier, dass eine freie Wahl der Anlageklassen und deren Allokation (inklusive erlaubter Leerverkäufe) erhebliches Optimierungspotenzial aufweist.

Abb. 5.5

### Effizienzgrenzen und Diversifikationseffekte



Die Darstellung bezieht sich auf eine 10-jährige Zeitperiode. Die erwarteten Renditen werden nach dem Risikoprämienansatz geschätzt. Volatilitäten und Korrelationen basieren auf dem Zeitraum 2004–2016

Quelle: Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg auf Basis von Analysen der Credit Suisse in «Schweizer Pensionskassen 2014»

In der Theorie ist allerdings vieles einfacher als in der täglichen Praxis der Pensionskassen. Denn die Effizienzgrenze, auf der die effizienten Portfolios liegen, ist nicht im Voraus bekannt. Die zukünftige Rendite, das Risiko und die Korrelation der einzelnen Anlagen müssen geschätzt werden. Häufig geschieht dies durch historische Daten über eine längere Zeitperiode und in der Hoffnung, dass sich die Rendite-Risiko-Eigenschaften in Zukunft ähnlich entwickeln werden. Problematisch ist dieses Vorgehen in einem sich rasch verändernden Marktumfeld. Aufgrund der aufgezeigten Kapitalmarkterwartungen lässt vieles darauf schliessen, dass die künftigen Aktien-, Obligationen- und Immobilienrenditen von der vergangenen Entwicklung nach unten abweichen dürften.

#### 5.4 Ungenutztes Rendite-Potenzial durch mangelnden Einbezug alternativer Anlagen

Für die Abweichung zwischen der Effizienzgrenze (inkl. den BVV2-Restriktionen) und den heutigen Portfolios gemäss Abbildung 5.3 (Ebene 1) respektive Abbildung 5.4 bestehen verschiedene Gründe. Effiziente Portfolios zeichnen sich durch einen hohen Anteil an Anlagen mit speziell guten Rendite-Risiko-Verhältnissen und Korrelationseigenschaften aus. Dazu zählen alternative Anlagen, wie zum Beispiel Realwerte wie direkte Immobilienanlagen oder Infrastruktur, aber auch Private Equity (nicht kotiertes Aktienkapital) oder Private Debt (private Kredite/Anleihen). Erstaunlicherweise wird aber heute die bereits starke Einschränkung für nichttraditionelle Anlagen von maximal 15 Prozent in den seltensten Fällen genutzt. Dazu werden oftmals folgende Gründe genannt:

- mangelnde Risikobereitschaft bei den Anlageverantwortlichen
- fehlende Transparenz dieser Anlagen oder unzureichendes Know-how für diese Anlagen
- hohe Kosten
- eingeschränkte Liquidität

Im Gegensatz zur jahrelangen Erfahrung mit Immobilienanlagen als typische Anlageklasse für Schweizer Pensionskassen und dem daraus entstandenen Vertrauen, fehlt diese für nichttraditionelle Investments; unter anderem wohl auch aufgrund der fehlenden Investitionsmöglichkeiten in der Schweiz selbst, wie beispielsweise einem Schweizer Private Equity Markt.

Die untergeordnete Rolle von nichttraditionellen Anlagen ist im Hinblick auf eine Optimierung der Anlageportfolios von Pensionskassen entscheidend. Denn die Öffnung der Ebene 2, dargestellt in den Abbildungen 5.3 und 5.5, welche unter anderem durch den Wegfall der BVV2-Restriktionen das Potenzial für effizientere Portfolios schafft, wäre unter heutigen Umständen wahrscheinlich wirkungslos. Erst wenn Pensionskassen das Verbesserungspotenzial in Bezug auf Veränderungen in der strategischen Asset Allocation und dem vermehrten Einbezug von nichttraditionellen Anlagen erkennen, macht es Sinn, die potenzielle Effizienzgrenze zu erhöhen.

#### 5.5 Gesicherte Liquidität dank wachsendem Kapitalstock

Pensionskassen scheinen aufgrund ihres Anlagehorizontes prädestiniert, das Renditepotenzial an den Finanzmärkten optimal auszunutzen. In der Realität relativiert sich die Ausgangslage allerdings. Wie lang der Anlagehorizont tatsächlich ist, hängt insbesondere von den Verpflichtungen und damit von strukturellen und kassenspezifischen Faktoren (z.B. Altersstruktur und Deckungsgrad) ab. Dies sieht von Kasse zu Kasse unterschiedlich aus und muss somit individuell beurteilt werden.

Das Asset-Liability-Management, also das Abgleichen der Verbindlichkeiten mit dem vorhandenen Vermögen, stellt eine Eigenheit der 2. Säule dar, die den Anlagehorizont deutlich einschränken kann. Dabei spielt die finanzielle Robustheit des Arbeitgebers eine zentrale Rolle. So sind beispielsweise Pensionskassen zyklischer Firmen deutlich stärkeren Schwankungen im Personalbestand ausgesetzt als Einrichtungen, die voraussichtlich einen langfristigen beziehungsweise einen sogenannten perennierenden Bestand haben werden. Im Normalfall sind das öffentlich-rechtliche Arbeitgeber. Da dies eine unterschiedliche Ausgangslage auf der Verpflichtungsseite und damit für den Anlagehorizont bedeuten kann, muss im Endeffekt jede Kasse für sich selbst das richtige Gleichgewicht zwischen dem Anlagehorizont und der Sicherstellung ihrer Leistungen finden.

Für den gesamten Pensionskassenmarkt geht der Bundesrat in einem Bericht allerdings davon aus, dass langfristig (über 2035 hinaus) die Ausgaben in der beruflichen Vorsorge im Schnitt die Versicherten- und Arbeitgeberbeiträge nicht übersteigen werden und das Kapital der Beruflichen Vorsorge weiter anwachsen wird.<sup>2</sup> Abbildung 5.6 zeigt das wahrscheinlichste Szenario dieses Bundesratsberichts, der verschiedene Entwicklungen berücksichtigt. Ein wesentlicher Faktor, welcher beim Verständnis dieser Zahlen hilft, bezieht sich auf die Migrationsbewegungen. Gemäss Schätzungen liegt der Netto-Einwanderungssaldo 2030 bei rund 60'000 und 2045 bei 30'000 Personen pro Jahr (Referenzszenario)<sup>3</sup>. Die relevante Erkenntnis aus diesen Prognosen bildet die Tatsache, dass die Verpflichtungsseite für einen Grossteil der Kassen wenig bis keine Einschränkungen punkto Liquidität und damit für einen langen Anlagehorizont darstellen dürfte.

<sup>2</sup> Bericht des Bundesrats: Gesamtsicht über die Finanzierungsperspektiven der Sozialversicherungen bis 2035; November 2013.

<sup>3</sup> BfS Aktuell: Szenarien zur Bevölkerungsentwicklung der Schweiz 2015–2045; Juni 2015.

Abb. 5.6

**Rechnung und Perspektive der Beruflichen Vorsorge 1995–2035**

| in Millionen Franken                 | 1995           | 2005           | 2015*          | 2020*          | 2025*          | 2030*            | 2035*            |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|
| <b>Einnahmen</b>                     | <b>40'807</b>  | <b>49'805</b>  | <b>69'228</b>  | <b>77'408</b>  | <b>83'965</b>  | <b>90'450</b>    | <b>97'090</b>    |
| Beiträge Versicherte und Arbeitgeber | 25'637         | 35'721         | 50'952         | 56'598         | 60'618         | 64'565           | 68'581           |
| Beiträge öffentliche Hand            | –              | –              | –              | –              | –              | –                | –                |
| Kapitalertrag**                      | 15'171         | 13'894         | 18'131         | 20'666         | 23'202         | 25'740           | 28'364           |
| Übrige Einnahmen                     | –              | 190            | 145            | 145            | 145            | 145              | 145              |
| <b>Ausgaben</b>                      | <b>24'330</b>  | <b>34'760</b>  | <b>47'505</b>  | <b>52'933</b>  | <b>58'578</b>  | <b>64'613</b>    | <b>68'656</b>    |
| Sozialleistungen                     | 14'139         | 25'357         | 35'666         | 41'165         | 47'561         | 54'422           | 58'793           |
| Übrige Ausgaben                      | 10'192         | 9'403          | 11'838         | 11'768         | 11'017         | 10'191           | 9'864            |
| <b>Rechnungssaldo</b>                | <b>16'477</b>  | <b>15'045</b>  | <b>21'723</b>  | <b>24'475</b>  | <b>25'386</b>  | <b>25'836</b>    | <b>28'434</b>    |
| <b>Kapital</b>                       | <b>311'100</b> | <b>545'500</b> | <b>754'209</b> | <b>859'364</b> | <b>962'729</b> | <b>1'065'720</b> | <b>1'174'332</b> |

Die vergangenheitsbezogenen Daten (1995/2005) sind zu laufenden Preisen.

Jahre mit \* entsprechen dem mittleren Szenario A-17-2010 und sind zu Preisen 2013.

\*\* ohne weitere Unterteilung

Quelle: Bericht des Bundesrats: Gesamtsicht über die Finanzierungsperspektiven der Sozialversicherungen bis 2035; November 2013

Die präsentierte Einnahmen- und Ausgabenrechnung darf aber nicht mit einer Gesamtbeurteilung der finanziellen Lage der einzelnen Vorsorgeeinrichtung gleichgesetzt werden. Der finanzielle Zustand kann unter anderem anhand des Deckungsgrads beurteilt werden. Ein Deckungsgrad über oder auch unter 100 Prozent gibt aber nicht grundsätzlich Aufschluss über die Liquiditätssituation einer Pensionskasse. Auch im Falle einer Unterdeckung, ausreichende Liquidität vorausgesetzt, kann es zur Verbesserung des Deckungsgrades Sinn machen, die Illiquiditäts-Prämie durch Investitionen in illiquide Anlagen abzuschöpfen. Voraussetzung dafür ist aber eine langfristige Perspektive auch für Perioden einer Unterdeckung.

**5.6 Beste Voraussetzungen dank langem Anlagehorizont**

Wie wertvoll ein langer Anlagehorizont sein kann, verdeutlicht eine simulierte Vermögensentwicklung über verschiedene Zeitperioden. Die Abbildungen 5.7 und 5.8 zeigen anhand von Monte-Carlo-Simulationen<sup>4</sup>, dass sowohl bei einem aktien- als auch bei einem obligationenlastigen Portfolio das Verlustrisiko mit fortlaufender Anlagedauer kleiner wird. Während beispielsweise das aktienlastige Portfolio nach zehn Jahren mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 Prozent besser als minus 1,2 Prozent jährlich rentieren wird, sind es nach 30 Jahren mit derselben Wahrscheinlichkeit plus 1,2 Prozent pro Jahr. Das aggressivere der beiden Portfolios erreicht nach rund 16 Jahren den statistischen Zeitpunkt, an dem eine negative Performance mit grosser Wahrscheinlichkeit ausbleiben wird. Im Vergleich dazu liegt der gleiche Zeitpunkt beim defensiveren Portfolio bei rund 12 Jahren.

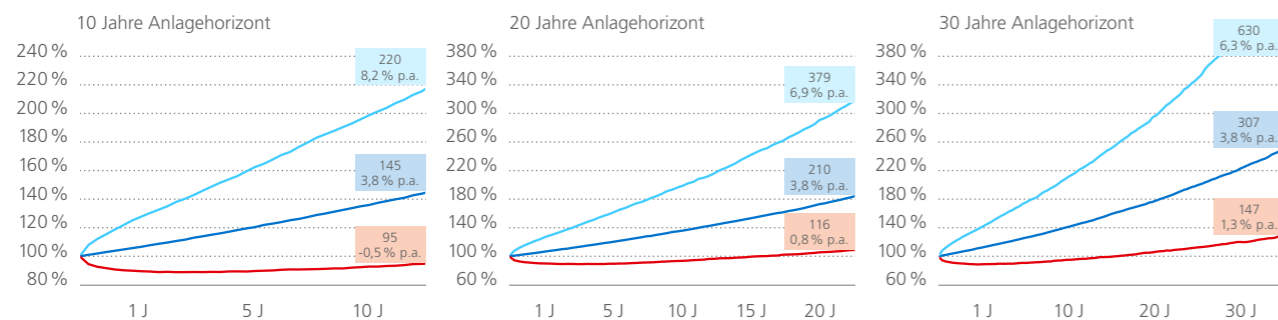
Eine lange Anlageperiode reduziert aber nicht nur generell das Risiko eines Anlageportfolios, sondern führt auch zu einer Angleichung zwischen aggressiveren und defensiveren Allokationen. Im Falle einer äusserst negativen Entwicklung (5 %-Konfidenzgrenze) schneidet das obligationenlastige Portfolio mit minus fünf Prozent nach zehn Jahren deutlich besser ab als das aktienlastige mit minus 11 Prozent. Nach 30 Jahren weisen aber beide Portfolios mit 1,3 Prozent und 1,2 Prozent pro Jahr in etwa die gleiche Rendite für ihre Negativszenarien auf.

4 Die Monte-Carlo-Simulation produziert zufällige Vermögensentwicklungen basierend auf angenommenen Rendite- und Risikokennzahlen. Durch das Simulieren einer Vielzahl an Entwicklungen entsteht eine Approximation, innerhalb welcher Bandbreite, und damit mit welcher Wahrscheinlichkeit, sich zukünftige Entwicklungen respektive Endresultate befinden.

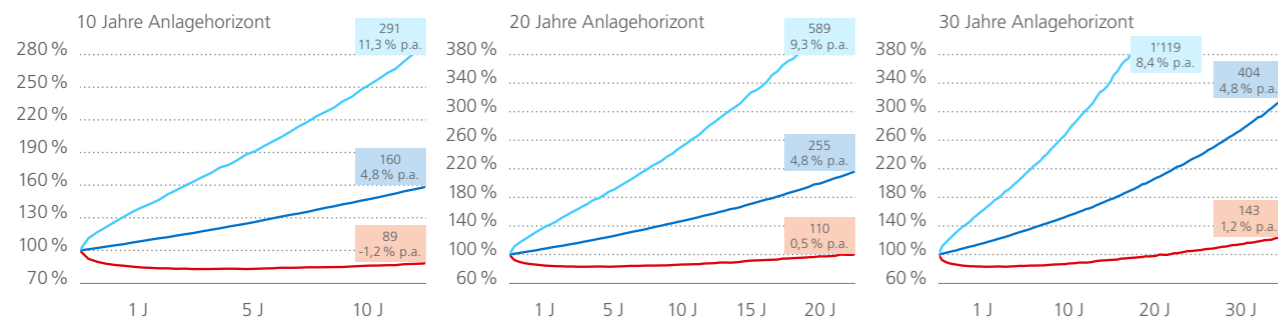


Abb. 5.7 und 5.8

**Simulationen der Vermögensentwicklung eines obligationenlastigen Anlageportfolios (40 % Schweizer Aktien / 60 % Schweizer Obligationen) über verschiedene Anlagehorizonte**



**Simulationen der Vermögensentwicklung eines aktienlastigen Anlageportfolios (70 % Schweizer Aktien / 30 % Schweizer Obligationen) über verschiedene Anlagehorizonte**



● 95 %  
● 50 %  
● 5 %

Die Rendite-Risiko-Eigenschaften basieren auf der historischen Entwicklung von SPI und Citigroup World Government Index Switzerland über die letzten 20 Jahre (per 30. Juni 2016).<sup>5</sup>

Quelle: UBS AG, 2016

Während die lange zeitliche Dauer das Risiko gewissermassen wegdiversifiziert, begünstigt sie gleichzeitig das Aufwärtspotenzial in positiven Szenarien. Im vorliegenden Beispiel steigt das erwartete Vermögen des aktienlastigen Portfolios deutlich stärker an als das des obligationenlastigen. Noch deutlicher wird das Renditepotenzial beim Vergleich der oberen Konfidenzgrenzen beziehungsweise bei sehr positiven Marktentwicklungen. Damit ermöglicht ein langer Anlagehorizont aggressiveren Portfolios nicht nur Risiken zu mindern (alleinstehend und relativ zu defensiveren Portfolios), sondern führt ebenfalls zu einem höheren Aufwärtspotenzial in positiven Märkten.

Deutlich mehr Rendite benötigen die Portfolios, wenn man ihnen eine jährliche Ausschüttung von drei Prozent pro Jahr unterlegt. In einem sehr schlechten Szenario (5 %-Konfidenzintervall) würden beide Portfolios an Wert verlieren und könnten sich nicht mehr erholen. Nach 15 Jahren hätte das BVG-40-Portfolio beispielsweise rund 44 Prozent verloren. Dass solche Simulationen äusserst stark von den zugrundeliegenden Annahmen abhängig sind, zeigt sich ausserdem, wenn die Datengrundlage für die angenommenen Renditen und Risiken bis 1990 erweitert wird. Unter diesen Annahmen und dem damit deutlich längeren Anlagehorizont ist zu erwarten, dass nach 15 Jahren das BVG-40-Portfolio im gleichen Szenario nur noch 25 Prozent verlieren würde.

**5.7 Stabilisierung durch erweiterten Sanierungs-Zeitraum**

Das Kapitaldeckungsverfahren hätte grundsätzlich den Vorteil, dass die Finanzierung jederzeit gewährleistet ist und der Deckungsgrad unter Ausschluss garantierter Leistungen stets bei 100 Prozent liegt. Im heutigen Schweizer System hingegen reduziert der BVG-Mindestzinssatz das Anlagerisiko für den Sparer, dessen Vermögen dafür kleineren Schwankungen ausgesetzt ist. Gleiches gilt für den Umwandlungssatz, der ebenfalls einen partiellen Risikotransfer des Versicherten zur Kasse darstellt. Diese gesetzlichen Bestimmungen führen schliesslich zu teils deutlichen Abweichungen vom angestrebten Deckungsgrad mit einer Zielgrösse von 100 Prozent.

<sup>5</sup> Es gilt die Annahme, dass jede Asset Allocation monatlich wieder der ursprünglichen Asset Allocation angepasst wird und sämtliche Erträge reinvestiert werden; es fallen keine Transaktionskosten, Verwaltungs- resp. Vermögensverwaltungskosten oder Steuern an.



Zur Überprüfung dieser Zielgrösse respektive der finanziellen Lage dient unter anderem die jährlich verlangte Jahresrechnung. Pensionskassen sind verpflichtet, Unterdeckungen ihrer Aufsichtsbehörde zu melden und Arbeitgeber, Versicherte und Rentner zu informieren. Ursachen und Ausmass müssen dargelegt und konkrete Massnahmen zur Behebung der Unterdeckung getroffen werden. Die Zielsetzung, eine Unterdeckung von vornherein zu vermeiden, wird dominant.

Der Bezug zur Vermögensverwaltung liegt primär in der Gefahr, dass Pensionskassen dadurch ihren Anlagehorizont bei der Erstellung ihrer Anlagestrategie, und damit ihre Risikofähigkeit, mehr als nötig einschränken. Dies ist womöglich mit ein Grund, wieso die Anlageportfolios der Pensionskassen oftmals nicht auf, sondern unter der Effizienzgrenze liegen. Erfahrung und eigene Berechnungen der Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg zeigen, dass risikobehaftete Anlageportfolios vor allem in den ersten zehn Jahren mit Wertverlusten rechnen müssen (vgl. Kapitel 5.6). In der Praxis zeigt sich aber, dass eine starke Orientierung am Deckungsgrad Anreize setzt, solche Verluste und damit eine mögliche Deckungsgradunterschreitung zu vermeiden. Genau dies wäre aber Teil einer langfristig ausgerichteten Vermögensverwaltung, um das Renditepotenzial an den Finanzmärkten auszunutzen.

Phasen der Unterdeckung beziehungsweise negative Aktienmärkte führen erfahrungsgemäss oft zu aktivem Eingreifen in die strategische Allokation, was in der Mehrheit der Fälle zu Einbussen bei der erzielten Rendite führt. Risikoreiche Anlagen werden ab bestimmten, meist grösseren Verlusten abgestossen. Oft passiert dies zu einem ungünstigen Zeitpunkt vor oder während einer Erholung. Doch gerade in Krisensituationen wäre es wichtig, an der strategischen Allokation festzuhalten und sich nicht von emotionalen Entscheiden leiten zu lassen.

Obwohl es keine gesetzliche Maximaldauer für das Bestehen einer Unterdeckung gibt, verlangt das BVG von den Pensionskassen im Falle einer Unterdeckung Massnahmen, um diese in einer angemessenen Frist zu beheben. Gemäss einer Bundesratsweisung beträgt die Frist fünf bis sieben, jedoch maximal zehn Jahre<sup>6</sup>. Die Zeitperiode, über welche 19 von 20 BVG-40-Portfolios keine Verluste aufweisen würden, liegt allerdings bei etwa 12 Jahren (vgl. Kapitel 5.6). Basierend auf diesem

<sup>6</sup> Weisungen über Massnahmen zur Behebung von Unterdeckungen in der beruflichen Vorsorge; 27. Oktober 2004.

Richtwert reicht der derzeit gewährte Zeitraum zur Beseitigung einer Unterdeckung nicht aus, insbesondere unter Berücksichtigung einer benötigten Sollrendite, die in die Deckungsgrad-Beurteilung miteinfliesst. Eine Verdoppelung der heute angestrebten fünf bis sieben Jahre zur Behebung einer Unterdeckung wäre aus anlagetechnischer Sicht deshalb wünschenswert.

Nebst der Ausweitung dieser Erholungsfrist braucht es aber auch ein grundlegendes Umdenken im Sinne einer höheren Akzeptanz zwischenzeitlicher Unterdeckungen; immer unter der Bedingung, dass es sich nicht um eine ungenügende Finanzierungsgrundlage respektive ein strukturelles Problem handelt, sondern die Unterdeckung durch die Finanzmarktentwicklung verursacht wurde. Die Beurteilung der Unterdeckung sowie die Qualität der Anlagestrategie während einer Unterdeckung würde nach wie vor in der Eigenverantwortung der Vorsorgeeinrichtung und bei den Experten für die berufliche Vorsorge liegen.

Die heutigen Richtlinien sind insofern nachvollziehbar, als die oberste Maxime der nachhaltigen Sicherstellung der Vorsorgeleistung gelten muss. Die Dringlichkeit durch die gewährten fünf bis sieben Jahre soll sicher auch die Wichtigkeit einer finanziell gesunden Kasse betonen. Aber genau dieser Aspekt müsste bei genauer Betrachtung hinterfragt werden. Denn der Wortlaut «nachhaltig» spräche für einen Schritt weg von kurzfristig ausgerichtetem Kontrollbedürfnis hin in Richtung einer längerfristigen Ausrichtung. Ein hohes Mass an Professionalität und Know-how sind dafür unerlässliche Grundvoraussetzungen.

## 6 Alternative Anlagen: Entmystifiziert und unter neuem Blickwinkel

Bezüglich alternativer Anlagen nehmen die Schweizer Pensionskassen im internationalen Vergleich in zweifacher Hinsicht eine Sonderstellung ein. So weisen sie den mit Abstand höchsten Immobilien-Anteil gemessen am Total ihrer Investitionen auf, rangieren hingegen mit den anderen Kategorien von alternativen Anlagen in den hinteren Rängen. Anzuführen ist, dass Immobilien nach finanzwirtschaftlicher Konvention aufgrund ihrer Illiquidität zu den alternativen Anlagen gezählt werden. Das eröffnet neue Perspektiven, denn das bedeutet, dass die Pensionskassen bereits jahrzehntelange Erfahrung mit illiquiden Anlagen haben, die sich durchaus auch auf andere Kategorien übertragen lassen. Angezeigt ist eine Entmystifizierung, um in der Schweiz die herrschende Verkrampfung in Bezug auf alternative Anlagen zu lösen, welche für die Pensionskassen zu Einbussen von Renditepotenzial und ungenützten Risikovorteilen führt. Zu beachten ist selbstverständlich, dass ausreichendes Know-how und eine geeignete Struktur zwingende Voraussetzungen für einen Ausbau dieses Segmentes bilden.

Das vorhergehende Kapitel 5 erläutert, dass bei Portfolios mit hohen risikoadjustierten Renditen alternative Anlagen (inklusive Immobilien) ein gewichtiger Bestandteil sind. Der Hauptgrund liegt in den tiefen Korrelationen mit traditionellen Anlagen und den vergleichsweise attraktiven Renditen. Diese Eigenschaften sind hinlänglich bekannt. Profitieren können davon aber trotzdem nur die wenigsten Anleger, da ihnen entweder der Anlagehorizont fehlt oder die Disziplin, diesen einzuhalten. Pensionskassen verfügen aufgrund ihrer Risikofähigkeit, dem langen Anlagehorizont und den von der Allgemeinheit wohl überschätzten Liquiditätsbedürfnissen mehrheitlich über diese Voraussetzungen. Sie sollten deshalb vermehrt versuchen, diese Vorteile auch zu nutzen.

Zum jetzigen Zeitpunkt beanspruchen Pensionskassen die vorgegebene BVV2-Allokationslimite von 15 Prozent für alternative Anlagen nicht einmal zur Hälfte. Wie erläutert ist dies ein Hauptgrund dafür, wieso die Portfolios deutlich unter der möglichen Effizienzgrenze liegen. Doch lediglich eine Erhöhung der Effizienzgrenze durch die Anpassung der empfohlenen Allokation in der BVV2 dürfte kaum bewirken, dass der Anteil an alternativen Anlagen ausgenutzt würde. Welche weiteren Massnahmen zu einer Entkrampfung beim Thema alternative Anlagen respektive einer objektiven Betrachtung beitragen könnten, steht im Mittelpunkt dieses Kapitels.

Zu diesem Zweck werden alternative Anlagen neu definiert. Dies geschieht unter anderem anhand der im Markt vorhandenen Risiko- respektive Illiquiditätsprämien auf nichttraditionelle Anlagen im Gegensatz zu den traditionellen Anlagen. Weiter wird eine Entmystifizierung auf Basis der Tatsache, dass viele nichttraditionelle Anlagen auf traditionellen Anlageklassen beruhen, unternommen. Nach dem theoretischen Teil werden zwei Beispiele aus der Praxis angeführt. Basierend auf einem typischen Pensionskassenportfolio werden historische und erwartete Mehrwerte aufgezeigt, welche die Erweiterung der traditionellen Anlagen ermöglicht. Abschliessend wird der Einwand, dass alternative Anlagen viele und oftmals nicht ersichtliche Risiken bergen, am Beispiel eines klar definierten Due-Diligence-Prozesses relativiert.

### 6.1 Mehr Rendite dank zusätzlicher Risikoprämien

Per Ende 2015 waren Pensionskassen im Schnitt mit rund 28 Prozent in alternativen Anlagen und Immobilien investiert<sup>7</sup>, wobei entgegen der im Schweizer Pensionskas-

<sup>7</sup> Swisscanto Schweizer Pensionskassenstudie 2016.

senmarkt vorherrschenden Ansicht alle Immobilien insbesondere wegen ihrer Illiquidität finanzwissenschaftlich zu den alternativen Anlagen zählen.

Die Schweizer Eigenheit, Immobilien separat zu betrachten, hat auch mit den BVV2-Richtlinien zu tun. Obwohl die Vermögenskategorie alternative Anlagen gemäss BVV2 aufgrund einer Vielzahl unterschiedlicher Anlageklassen wie zum Beispiel Private Equity, Rohstoffe oder Hedge-Fonds eine viel breitere Diversifikation als die Kategorie Immobilien aufweist, werden erstere bei 15 gegenüber Immobilienanlagen mit 30 Prozent begrenzt. Dadurch, dass die Schweiz ein Volk von Mietern und damit auch Vermietern ist, dürfte der Stellenwert von Wohnimmobilien als Anlageobjekte auch bei den Pensionskassen historisch gewachsen sein und ist aufgrund der aktuellen Zinssituation grösser denn je. Das Ausmass unterscheidet sich auch von anderen Nationen.

Daraus sind zwei Schlüsse zu ziehen. Erstens sind finanzwissenschaftlich definierte alternative Anlagen, wenn auch mit einem starken Übergewicht in Immobilien, kein Neuland für Pensionskassen. Zweitens zeigt sich, dass der Regulator von der finanzwissenschaftlichen Unterteilung zwischen traditionellen und alternativen Anlagen abweicht und dabei Immobilienanlagen einen höheren Stellenwert einräumt als den übrigen alternativen Anlagen.

Innerhalb der alternativen Anlagen stellen Immobilien vor allem im heutigen Marktumfeld und nicht zuletzt aufgrund der BVV2-Vorgaben in vielen Fällen ein Klumpenrisiko dar. Auch wenn dieser Umstand aus Diversifikationsoptik sicher nicht optimal ist, zeigt er auf, dass nicht nur die Risikofähigkeit, sondern auch die Risikobereitschaft für alternative Anlagen bei den Pensionskassen grundsätzlich vorhanden ist. Durch die langjährige Erfahrung mit Immobilien sind die Pensionskassen mit einer der Haupteigenschaften von alternativen Anlagen, der Illiquidität, bereits bestens vertraut. Sie haben sich somit gute Voraussetzungen geschaffen, um die Anlageklasse alternativer Anlagen zu erweitern oder zu diversifizieren.

Die Illiquiditätsprämie ist eine von mehreren zusätzlichen Renditequellen gegenüber traditionellen Anlagen. Sie entschädigt den Investor dafür, dass diese Anlagen nicht gleich schnell liquidiert werden können wie an öffentlichen Märkten kotierte Papiere. Eine eingeschränkte Liquidität muss aber nicht nur nachteilig sein, denn gerade in

Krisenzeiten macht es häufig Sinn, an langfristig ausgelegten Investments festzuhalten. Im Extremfall wird aufgrund von Sperrfristen die Handelbarkeit vorübergehend ganz eingeschränkt, womit ein Verkauf zum ungünstigsten Zeitpunkt, häufig emotional getrieben, vermieden werden kann.

Abbildung 6.1 gibt eine Übersicht über die Risikoprämien bei alternativen Anlagen inklusive der Illiquiditätsprämie.

Abb. 6.1

#### Erwartete Risikoprämien nach Kategorien

|                              |            |
|------------------------------|------------|
| Private Equity               | 2–4 % p.a. |
| Private Debt                 | 1–3 % p.a. |
| Infrastruktur (Eigenkapital) | 1–3 % p.a. |
| Immobilien Global            | 1–3 % p.a. |
| Immobilien Schweiz           | 0–1 % p.a. |

Über die nächsten 10 Jahre p.a.;  
Aufschlag gegenüber kotierten Anlagen derselben Kategorie.

Quelle: Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg, 2016

Unter die Risikoprämien fällt aber auch die Renditequelle, die sich aus dem eingeschränkten Zugang zu den alternativen Märkten ergibt. Während beispielsweise kotierte Aktien jederzeit und einfach erworben werden können, benötigen Investitionen in private Unternehmen (Private Markets) deutlich mehr Zeit und Know-how. So müssen unter anderem zuerst Opportunitäten gefunden und dann auf ihre Qualität überprüft werden (Due Diligence), wobei die Informationen dazu deutlich schwieriger zu beschaffen sind als bei kotierten Firmen.

Da alternative Anlagen gegenüber traditionellen weniger standardisiert und schwieriger zugänglich sind sowie teils anspruchsvollere Strukturen aufweisen, offerieren sie auch mehr Renditemöglichkeiten für aktive Investitionsentscheide (Alpha).

Abb. 6.2

### Risikoprämien nach Märkten

|  |  |
|--|--|
| <b>Risikoprämie öffentliche Märkte</b> | Rendite aus öffentlichen, leicht zugänglichen Märkten<br>Beispiel: Investition in den US-Aktienmarkt (S&P 500 Aktienindex)   |
| <b>Risikoprämie alternative Märkte</b> | Rendite aus alternativen Märkten<br>Märkte mit erschwertem Zugang (Private Markets oder Hedge Fonds)<br>Beispiel: Investition in private US-amerikanische Unternehmen                          |
| <b>Risikoprämie (Il-)liquidität</b>    | Rendite aus weniger liquiden Märkten<br>Anlagen mit langem Anlagehorizont und eingeschränkter Handelbarkeit<br>Beispiel: Investition in Infrastrukturprojekte mittels Eigen- oder Fremdkapital |
| <b>Alpha</b>                           | Rendite durch die Fähigkeiten des Portfolio-Managers<br>Selektion der besten Anlagen<br>Beispiel: Investition in die besten Private Equity Funds   |

Quelle: Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg, 2016

Der Portfoliomanager hat häufig diverse Opportunitäten, um besser als der Markt oder seine Peers zu sein. Nicht öffentliche Märkte können weniger effizient bewertet sein oder der Manager unterliegt weniger Restriktionen, zum Beispiel bei der Aufnahme von Fremdkapital, um diese Chancen auszunutzen. Solche Gegebenheiten bergen jedoch auch Risiken und eine professionelle Auswahl bei Alpha-orientierten Investments ist eine wichtige Erfolgsvoraussetzung. Wie ein solcher Prozess aussehen könnte, wird mit Abbildung 6.9 erläutert.

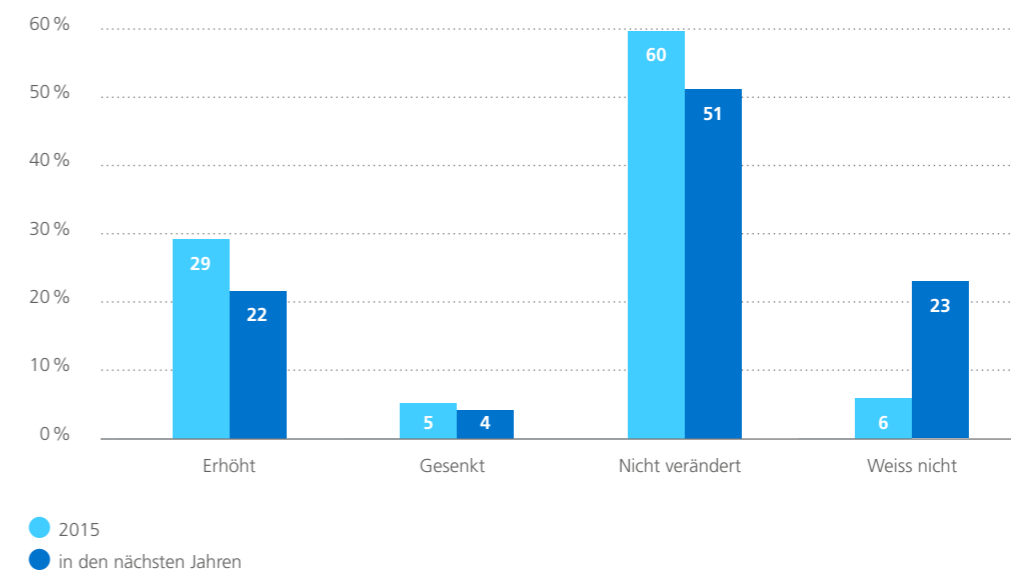
Alternative Anlagen besitzen gegenüber traditionellen Anlagen erschwerte Bedingungen und enthalten zusätzliche Risiken. Eine weitere Feststellung ist aber ebenso wichtig: Diese zusätzlichen Risiken werden erwartungsgemäss durch die dadurch entstehenden zusätzlichen Risiko- und Illiquiditätsprämien mit mehr Rendite entschädigt. Schliesslich stellt sich die Frage, ob diese Anlagen dem Anleger einen Nutzen bringen können. Auch wenn beispielsweise eine Private-Equity-Anlage eine Sharpe Ratio (risikoadjustierte Rendite) weit über allen anderen Anlageklassen aufweist, wird eine reine Rentnerkasse mit beschränkter Lebensdauer, hohen Liquiditätsabflüssen und allenfalls mangelnden Fachkenntnissen über alternative Anlagen keinen Nutzen davon haben.

## 6.2 Entmystifizierung alternativer Anlagen

Alternative Anlagen (ohne Immobilien) haben trotz Anlagenotstand und unzureichender erwarteter Rendite der heutigen Pensionskassenportfolios einen untergeordneten Stellenwert in der Asset Allocation. Bezieht man sich auf eine Umfrage von Swisscanto (vgl. Abb. 6.3), scheint sich dies auch in naher Zukunft nicht zu ändern. Nur knapp ein Viertel aller befragten Pensionskassen gehen davon aus, ihren Anteil alternativer Anlagen in den kommenden Jahren zu erhöhen.

Abb. 6.3

### Veränderung der Allokation bei alternativen Anlagen



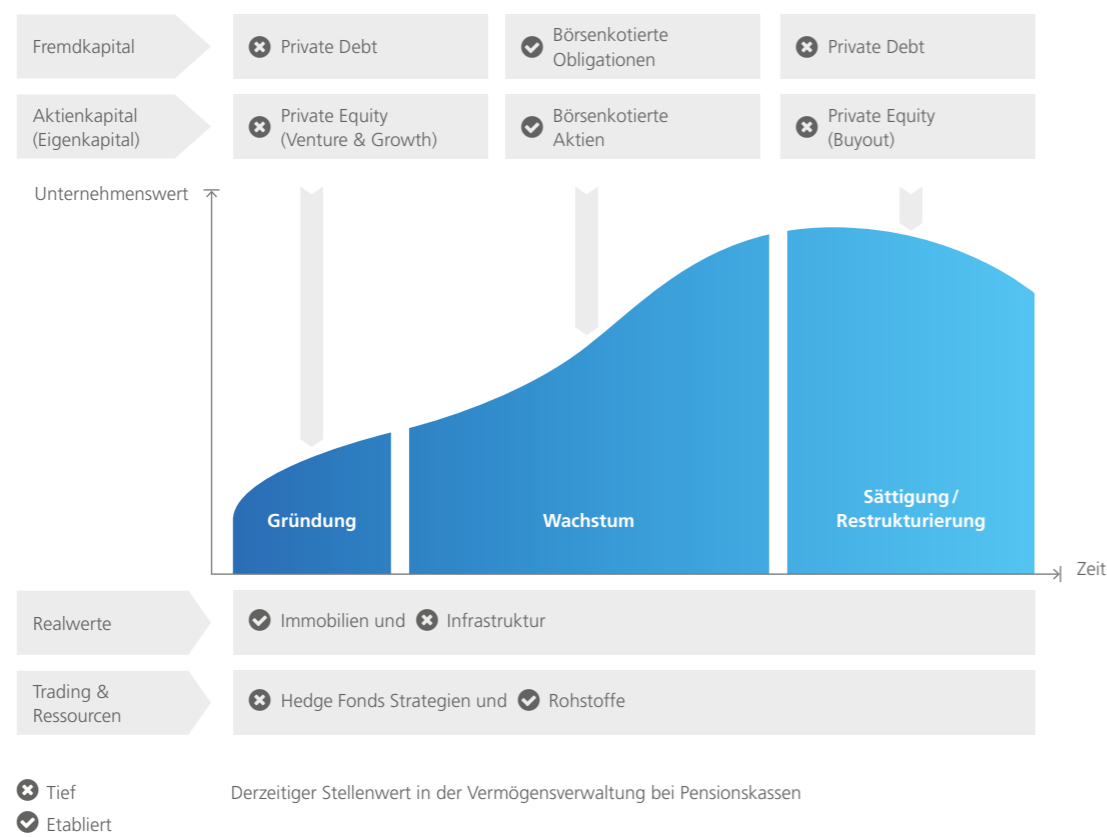
Quelle: Swisscanto Pensionskassenstudie 2016

In Abbildung 6.4 werden die Anlageklassen gemäss ihrem Verwendungszweck nach vier Möglichkeiten unterschieden. Die ersten beiden Klassen Fremdkapital und Eigenkapital (häufig mit Aktienkapital als Hauptbestandteil) richten sich nach der Finanzierungsart einer Unternehmung und beziehen sich auf die Passivseite der Bilanz. In einem zweiten Schritt wird beurteilt, ob es sich um börsenkotiertes oder privates Kapital handelt. Denn dies ist der Hauptunterschied zwischen den traditionellen Anlageklassen, kotierten respektive regelmässig gehandelten Aktien und Obligationen, und deren alternativen Pendanten Private Equity und Private Debt (nicht kotiert respektive privat). Die Unterscheidung zwischen kotiertem und nicht kotier-

tem Kapital lässt sich anhand der verschiedenen Zyklus-Phasen eines Unternehmens darstellen. Jede Firma wird mit privatem Kapital gegründet und geht danach üblicherweise in eine Wachstumsphase über. Entweder wird sie ab einer bestimmten Grösse über die Börse verkauft oder sie bleibt weiterhin privat. Der typische Lebenszyklus von Gründung, Wachstum und Sättigung/Restrukturierung kann im Grundsatz sowohl für kotierte als auch in privatem Besitz bleibende Unternehmen gleichermaßen zutreffen.

Abb. 6.4

### Entmystifizierung alternativer Anlagen



Quelle: Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg, 2016

Kotierte Unternehmen bewegen sich allerdings häufig zwischen der Wachstumsphase und der Sättigungsphase, während sich Investitionen in private Unternehmen vor

allem auf die Gründungsphase (Venture Capital<sup>8</sup> im Fall von Eigenkapital), erste Perioden der darauffolgenden Wachstumsphase (Growth) oder die Sättigungs-/Restrukturierungsphase (Buyout<sup>9</sup>/Distressed securities<sup>10</sup>) beziehen.

Aus dieser Perspektive des Verwendungszwecks sind kotierte und nicht kotierte Investitionen innerhalb der Kategorie Fremdkapital (Debt) respektive Eigenkapital (Equity) als weitgehend gleichwertig zu betrachten, also ungeachtet dessen, ob sie über private Märkte (Private Equity, respektive Private Debt) oder über Börsen (kotierte Aktien und regelmässig gehandelte Obligationen) getätigt werden. Diese Denkweise gewinnt vor allem mit steigendem Anlagehorizont an Bedeutung, weil damit die differenzierenden Eigenheiten Illiquidität und Marktzugang an Bedeutung verlieren.

Die nächste Kategorie in Abbildung 6.4 bezieht sich auf sogenannte Realwertanlagen, worunter Anlagen in Immobilien und Infrastruktur verstanden werden. Infrastrukturanlagen gehören im Grunde genommen auch zu «immobilen Anlagen» und umfassen zum Beispiel Strassen, Brücken, Elektrizitätseinrichtungen, Flughäfen oder Spitäler, werden aber in der BVV2 als separate Anlageklasse definiert. Analog zu Immobilien bilden auch Infrastrukturanlagen die Voraussetzung für das Funktionieren einer Volkswirtschaft. Wasser, Strom, Hygiene oder Krankenversorgung sind unverzichtbar und bilden die Basis jeder gesellschaftlichen Bedürfnispyramide. Es ist deshalb sinnvoll, die Kategorie Immobilien mit Infrastrukturanlagen zu ergänzen und als eigenständige Gruppe beispielsweise als «Realwertanlagen» zu betiteln.

Als letzte Kategorie wird auf Trading-Strategien (insbesondere Hedge Fonds) sowie Investitionen in Rohstoffe eingegangen. Da diese Bereiche nur schwer einem wirtschaftlichen Verwendungszweck zuzuordnen sind, sind sie als eigentliche alternative Anlageklasse(n) anzusehen. In dieser Kategorie könnten sich weitere, in den anderen Kategorien nicht enthaltene Anlageformen finden. Ein Beispiel einer solchen Subkategorie sind «Insurance-linked Securities». Theoretisch könnte man diese Nischenka-

8 Gründungskapital für eine Unternehmung, das aufgrund des frühen Stadiums im Unternehmenszyklus mit erhöhten Risiken verbunden ist.  
 9 Übernahme eines Unternehmens oder Teilen davon über die Börse zu privat oder von privat zu privat. Die Übernahme kann mit unterschiedlichen Zielen erfolgen, zum Beispiel bessere Möglichkeiten der neuen Eigentümer bei der Kapitalbeschaffung oder -restrukturierung oder Verbesserungspotenzial beim Management bzw. der Firmenführung.  
 10 Wertpapiere respektive Strategien, die entweder über Eigenkapital, Kredite oder beides eine finanziell angeschlagene Unternehmung finanzieren.

tegorie ebenfalls dem Fremd- oder Eigenkapital zuordnen, da früher oder später fast jedes Investment über die Bilanz einer Unternehmung läuft. In diesem Fall wird aber nur ein spezifischer Geschäftsteil (z.B. Rückversicherungen von Naturkatastrophen) innerhalb einer einzelnen Branche (Versicherungen) über eigene Konstrukte (z.B. «Special Purpose Vehicles») finanziert und enthält folglich zu viele Besonderheiten, als dass er in einer der erwähnten Hauptkategorien enthalten wäre.

Der Gedanke hinter dieser Gliederung der Anlageklassen gemäss Abbildung 6.4 ist, dass von einem ökonomischen Standpunkt aus gesehen ein grosser Teil der heute als alternativ bezeichneten Anlagen den traditionellen Vermögensklassen ebenbürtig und damit ebenso relevant zur Aufrechterhaltung des Wirtschaftskreislaufs ist. Vor allem bei den Anlageklassen Private Debt, Private Equity, Infrastruktur und Hedge Fund Strategien (vgl. Kreuze) besteht noch erhebliches Potenzial, um diese besser zu verstehen und damit die Chancen analog den übrigen Anlagen (vgl. Haken) besser ausnutzen zu können.

Dieser Blickwinkel kann vor allem für die ersten drei Kategorien Fremdkapital, Eigenkapital und Realwerte helfen verständlich zu machen, dass sich die meisten alternativen Anlagen in ihrem Ursprung nicht von traditionellen Klassen unterscheiden. Dass sie aber als Investments unterschiedliche Eigenheiten analog den beschriebenen Risikoprämien aufweisen, muss zwingend berücksichtigt werden.

### 6.3 Optimierungspotenzial für Pensionskassen

Um den Mehrwert von nichttraditionellen Vermögensklassen für eine gut diversifizierte Anlegerin zu quantifizieren, zeigt Abbildung 6.5 zwei Portfolio-Allokationen mit den von der Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg erwarteten Rendite/Risiko-Kennzahlen über die nächsten zehn Jahre pro Jahr. Dabei lehnt sich das Portfolio «Ist» an die derzeitige durchschnittliche Asset Allocation von Pensionskassen gemäss Swisscanto<sup>11</sup> an. Zum Vergleich stellt das Portfolio «Soll» eine Empfehlung dar für eine breit diversifizierte Vermögensallokation mit einem stärkeren Fokus auf nicht kotierte Anlagen sowie Realwertanlagen.

<sup>11</sup> Swisscanto Schweizer Pensionskassenstudie 2016.

Abb. 6.5

#### Pensionskassen Allokationen heute (Ist) und empfohlen (Soll) mit erwarteten Kennzahlen<sup>12</sup>

|                                  | Portfolio Ist  | Portfolio Soll |
|----------------------------------|----------------|----------------|
| <b>Obligationen</b>              | <b>42,5 %</b>  | <b>32,0 %</b>  |
| Obligationen CHF                 | 31,5 %         | 20,0 %         |
| Obligationen FW*                 | 11,0 %         | 12,0 %         |
| <b>Aktien</b>                    | <b>32,0 %</b>  | <b>35,5 %</b>  |
| Aktien Schweiz                   | 13,5 %         | 7,0 %          |
| Aktien Welt                      | 17,0 %         | 21,0 %         |
| Private Equity*                  | 1,5 %          | 7,5 %          |
| <b>Realwerte</b>                 | <b>21,5 %</b>  | <b>27,5 %</b>  |
| Immobilien Schweiz               | 20,0 %         | 15,0 %         |
| Immobilien Welt*                 | 1,5 %          | 5,0 %          |
| Infrastruktur-Anlagen*           | 0,0 %          | 7,5 %          |
| <b>Trading und Ressourcen</b>    | <b>4,0 %</b>   | <b>5,0 %</b>   |
| Hedge Fonds*                     | 2,0 %          | 5,0 %          |
| Rohstoffe                        | 2,0 %          | 0,0 %          |
| <b>Total</b>                     | <b>100,0 %</b> | <b>100,0 %</b> |
| Erwartete Rendite 10 J. p.a.     | 3,0 %          | 3,9 %          |
| Erwartete Volatilität 10 J. p.a. | 5,5 %          | 6,1 %          |
| Erwartetes Sharpe Ratio          | 0,48           | 0,58           |

\*CHF besichert

Quelle: Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg, 2016

Gegenüber der Ist-Allokation werden vor allem die Anteile in Private Equity, Infrastruktur und globale Immobilien erhöht. Die höheren Anteile gehen zu Lasten von

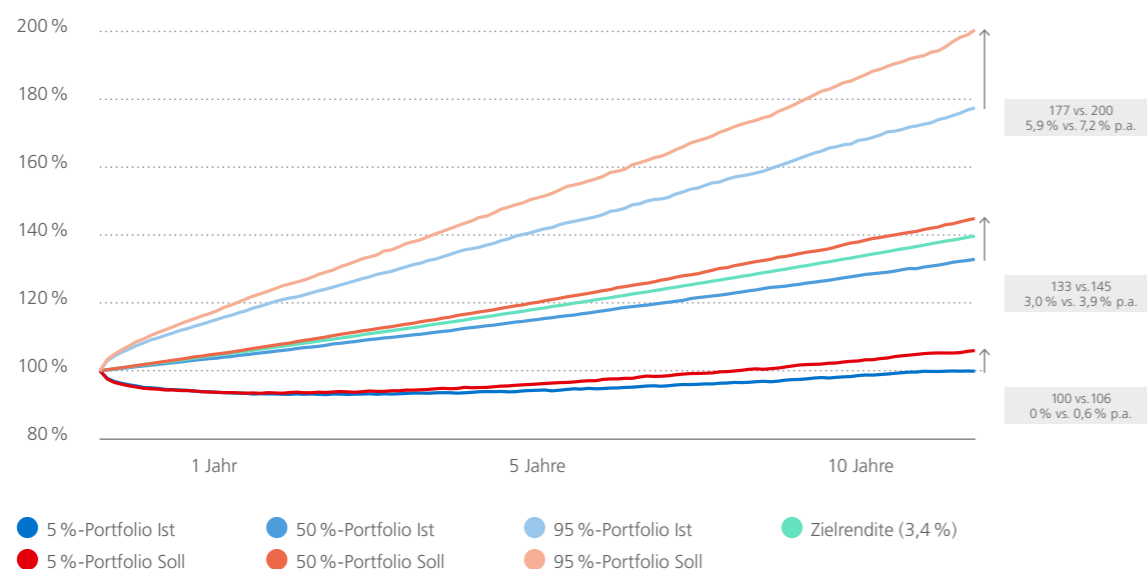
<sup>12</sup> Die Anlageklassen sind mit folgenden Indizes/Portfolios approximiert (Portfolio Ist / Portfolio Soll): 31,5% / 20% SBI AAA-BBB TR, 11 % / 12 % Barclays Global Aggregate (hCHF), 0%/7,5 % Infrastructure (hCHF), 17 % / 21 % MSCI World, 13,5 % / 7 % SPI, 1,5 % / 7,5% CAPE US Private Equity Index (hCHF), 2 % / 5 % HFRI Fund of Funds Composite (hCHF), 10% / 7,5 % KGAST Immo Schweiz TR (entspricht der Hälfte des Immobilien Schweiz Anteils), 10 % / 7,5 % SIX Real Estate Funds (dito), 1,5 % / 5 % NCREIF Property Index (hCHF), 2 % / 0 % Dow Jones UBS Commodity Index.

Schweizer Obligationen sowie Schweizer Immobilien. Obwohl damit eher defensive Anlageklassen reduziert werden, erhöht sich das erwartete Risiko des Portfolios Soll dank verbesserter Diversifikation des ganzen Portfolios in geringerem Ausmass als der erzielte Anstieg der erwarteten Rendite. Zu erwarten ist damit eine höhere, risikoadjustierte Rendite (Sharpe Ratio) und damit ein effizienteres Portfolio.

Betrachtet man die möglichen Entwicklungen der beiden Portfolios über eine längere Periode von zehn Jahren gemäss Abbildung 6.6, so zeigt sich, dass trotz höherem Risiko das Portfolio Soll selbst in einem pessimistischen Entwicklungs-Szenario (untere Grenze des 90 %-Konfidenzintervalls einer Monte-Carlo-Simulation<sup>13</sup>, d.h. 95 Prozent aller anderen berücksichtigten Szenarien sind besser) besser abschneidet als das defensivere Portfolio Ist. Dies ist auf die höhere erwartete Rendite zurückzuführen, die mit verhältnismässig geringem zusätzlichem Risiko erzielt werden kann.

Abb. 6.6

### Monte-Carlo-Simulation über die nächsten 10 Jahre<sup>13, 14</sup>



Quelle: Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg, 2016

<sup>13</sup> Die Monte-Carlo-Simulation produziert zufällige Vermögensentwicklungen basierend auf angenommenen Rendite- und Risikokennzahlen. Durch das Simulieren einer Vielzahl an Entwicklungen entsteht eine Approximation, innerhalb welcher Bandbreite, und damit mit welcher Wahrscheinlichkeit, sich zukünftige Entwicklungen respektive Endresultate befinden.

<sup>14</sup> Es gilt die Annahme, dass jede Asset Allocation monatlich wieder der ursprünglichen Asset Allocation angepasst wird und sämtliche Erträge reinvestiert werden; es fallen keine Transaktionskosten, Verwaltungs- resp. Vermögensverwaltungskosten oder Steuern an.

Betrachtet man die derzeit durchschnittliche Zielrendite von 3,4 Prozent<sup>15</sup>, wird diese mit dem Portfolio Soll mit grösserer Wahrscheinlichkeit erreicht als mit dem Portfolio Ist. Während beim Portfolio Ist der Erwartungswert unter der Zielrendite liegt, profitiert das Portfolio Soll vor allem mit der Erhöhung des Anlagehorizontes von seiner höheren, erwarteten Rendite von knapp vier Prozent.

Berücksichtigt man zusätzlich die Vermögensverwaltungskosten von 0,44 Prozent pro Jahr auf den erwarteten Renditen, liegt die erwartete Nettorendite auf dem Portfolio Ist mit rund 2,5 Prozent deutlich unter der Zielrendite von 3,4 Prozent. Auch wenn die Kosten im Portfolio Soll aufgrund des erhöhten Anteils nichttraditioneller Anlagen höher sein dürften als die 0,44 Prozent für übliche Pensionskassenportfolios, ändert sich an der Schlussfolgerung nur wenig<sup>16</sup>: Die Wahrscheinlichkeit, mit dem Portfolio Soll die Zielrendite zu erreichen, ist deutlich höher als mit dem Portfolio Ist.

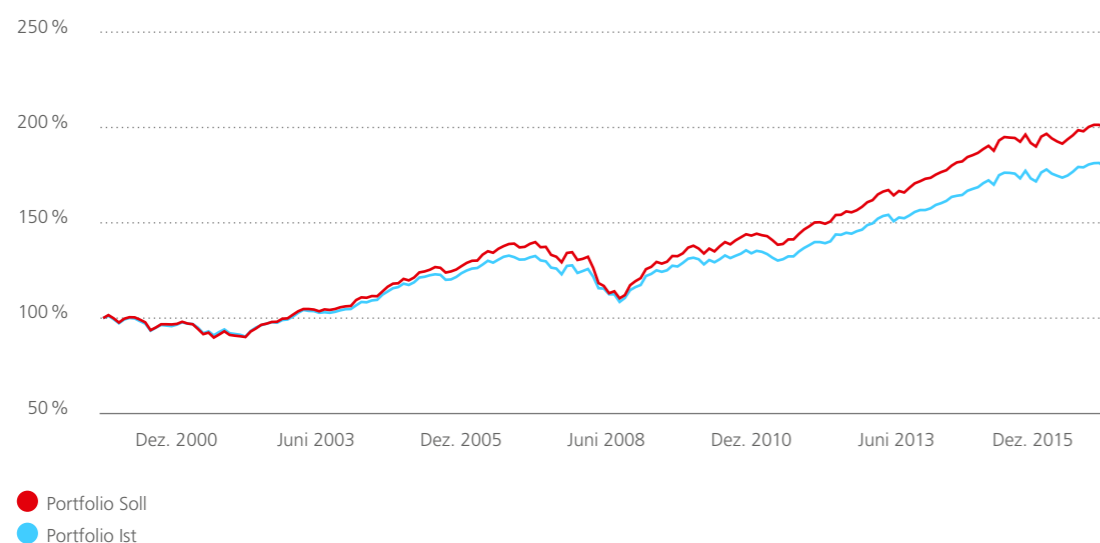
Ein Blick auf die historische Entwicklung der beiden Portfolios Ist und Soll zwischen 2000 und 2016 deckt sich mit den erwarteten Anlageeigenschaften. Abbildungen 6.7 und 6.8 illustrieren die Mehrrendite des Portfolios Soll gegenüber Ist über unterschiedliche Zeitperioden. Es zeigt sich in Abbildung 6.7, dass diese Mehrrendite aufgrund des Zinseszineffekts vor allem über einen längeren Zeitraum anfällt. Die historischen Berechnungen verdeutlichen allerdings auch, dass das Portfolio Soll grösseren Schwankungen (Risiko) ausgesetzt war, was sich auch in den maximalen Verlusten der jeweiligen Zeitperioden widerspiegelt. Zu berücksichtigen ist ausserdem, dass die Volatilität als Risikomass die zusätzlichen Risikoeigenheiten der illiquideren Anlagen (unter anderem eingeschränkte Handelbarkeit und Bewertungsmöglichkeiten) nur bedingt wiedergeben kann.

<sup>15</sup> Swisscanto Schweizer Pensionskassenstudie 2016.

<sup>16</sup> Beispiel für die Mehrkosten des Portfolios Soll aufgrund der 13 % höheren Allokation in nichttraditionelle Anlagen (Annahme des Total Expense Ratios (TER) für traditionelle Anlagen 0,25 %, TER für nichttraditionelle Anlagen 2,5 %, beides Durchschnittswerte):  $13\% \times 2,25\% = 0,29\% \text{ p.a.}$

Abb. 6.7

### Historische Simulation der Pensionskassen Allokationen Ist und Soll seit 2000; historische Daten<sup>12, 15</sup>



Quelle: Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg, 2016

Abb. 6.8

### Historische Simulation der Pensionskassen Allokationen Ist und Soll seit 2000; historische Daten<sup>12, 15</sup>

|                                | Portfolio Ist | Portfolio Soll |
|--------------------------------|---------------|----------------|
| <b>31.12.2000 – 31.10.2016</b> |               |                |
| Rendite p.a.                   | 3,8 %         | 4,5 %          |
| Risiko p.a.                    | 4,9 %         | 5,3 %          |
| Sharpe Ratio                   | 0,62          | 0,71           |
| Maximaler Verlust              | -18,3 %       | -21,1 %        |
| <b>31.10.2006 – 31.10.2016</b> |               |                |
| Rendite p.a.                   | 3,6 %         | 4,4 %          |
| Risiko p.a.                    | 5,0 %         | 5,5 %          |
| Sharpe Ratio                   | 0,63          | 0,72           |
| Maximaler Verlust              | -18,3 %       | -21,1 %        |
| <b>31.10.2011 – 31.10.2016</b> |               |                |
| Rendite p.a.                   | 6,3 %         | 7,2 %          |
| Risiko p.a.                    | 3,7 %         | 3,6 %          |
| Sharpe Ratio                   | 1,81          | 2,11           |
| Maximaler Verlust              | -3,1 %        | -3,2 %         |

Quelle: Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg, 2016

Die Eigenschaften von nicht kotierten, illiquideren Anlagen bestätigen sich sowohl in den Erwartungen der Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg als auch über die simulierten vergangenen Zeitperioden. Die Erkenntnis, dass sich die zusätzlichen Risikoprämien für Anlagen aus alternativen Märkten auch wirklich auszubezahlen scheinen, sollte somit bei der Festlegung oder Optimierung der Anlagestrategie unbedingt berücksichtigt werden.

#### 6.4 Due-Diligence-Prozess für alternative Anlagen

Das Anlagedreieck bestehend aus Sicherheit, Liquidität und Rendite bildet die Basis jeder Vermögensverwaltung. Auch in der BVV2 bildet es mit den Artikeln 50 bis 52 die Grundlage für die Verwaltung der Pensionskassenvermögen. Das Renditepotenzial unterschiedlicher Anlagen wurde anhand verschiedener Beispiele dargelegt.



Dass alternative Anlagen trotzdem nur selten den Weg in die Portfolios finden, muss folglich auch mit dem Sicherheits- und dem Liquiditätsaspekt zu tun haben, die sich in diesem Zusammenhang wohl überlappen. Liquidität ist zwar zentral für Pensionskassen, aber sie spielt zum heutigen Zeitpunkt für viele Kassen eine untergeordnete Rolle, da die Beitragszahlungen die Liquiditätsabflüsse in der Regel noch lange kompensieren (vgl. Kapitel 5).

Unter Sicherheit versteht die BVV2 primär die garantierte Erfüllung des Vorsorgezwecks. Dabei wird ausdrücklich auf eine Beurteilung über die gesamten Aktiven sowie eine angemessene Risikoverteilung der Anlagen hingewiesen. Auf der Ebene der Anlageklassen selbst begrenzt BVV2 die alternativen Anlagen bei 15 Prozent. Dass diese Limitierung nicht optimal ist, wurde bereits anhand praktischer Beispiele gezeigt. Auch im Vergleich mit anderen Ländern ist die Schweiz hier äusserst konservativ aufgestellt.

Bevor im folgenden Kapitel 7 aufgezeigt wird, wie eine neue Aufteilung innerhalb BVV2 nach Anlageklassen und Gewichte respektive Restriktionen aussehen könnte, soll ein grundsätzlicher Überblick über die Risikoprozesse von alternativen Anlagen gegeben werden.

Als Orientierung dienen die Due-Diligence-Eckpunkte, die das CFA Institute<sup>17</sup> im Selektionsprozess für alternative Anlagen vorschlägt. Obwohl diese sehr unterschiedlich sein können, geben die Eckpunkte einen guten Überblick, was im Vergleich zu traditionellen Anlagen zusätzlich beachtet werden sollte. Ziel ist, dass bei einer sauberen Erarbeitung der einzelnen Schritte die wichtigsten Risiken eines Investments bekannt sind und beurteilt werden können.

Ein Prozess, wie in Abbildung 6.9 dargestellt, kann die konkreten Probleme beim Entscheid für eine neue Anlageklasse oder einzelne Anlagen nicht beseitigen. Sich mit zusätzlichen oder gar neuen Risiken auseinanderzusetzen, wird weiterhin zu den Hauptaufgaben der Anlageverantwortlichen gehören oder sogar an Bedeutung

<sup>17</sup> Das CFA Institute ist eine globale Non-Profit-Organisation von Finanzanalysten, Portfoliomanagern und weiteren Anlage-Berufsgruppen. Die Mission liegt darin, die Anlageindustrie nach den höchsten Standards punkto Ethik, Ausbildung und Professionalität zu Gunsten der Gesellschaft voranzutreiben. (<https://www.cfainstitute.org/about/vision/Pages/index.aspx> und <https://www.cfasociety.org/switzerland/Pages/Leadership.aspx>)

Abb. 6.9

### Beurteilungsprozess für alternative Anlagen (in Anlehnung an Due-Diligence-Checkpoints, CFA Program)

- 1 Beurteilung von **Opportunitäten** im Markt  
Gibt der Markt Möglichkeiten her, um eine (Mehr-)Rendite zu erzielen?  
Ein vergangenes Umfeld bzw. vergangener Erfolg bieten keine Garantie für die Zukunft.
- 2 Beurteilung des **Anlageprozesses**  
Was sind die Stärken des Anlagemanagers? Was macht er besser als andere?  
Wie werden Opportunitäten eruiert und ausgenutzt?
- 3 Beurteilung der **Unternehmung**  
Ist sie finanziell gesund? Wird sie gut geführt? Risk Management?  
Wie ist die Reputation? Wie funktioniert das Gehaltssystem? Mitarbeiterfluktuation?
- 4 Beurteilung der **Personen**  
Die Leute persönlich treffen, um Persönlichkeit, Know-how und die Vertrauensbasis zu beurteilen.
- 5 Beurteilung der **Vertragsbedingungen** und die Investment-Struktur  
Wie sieht die Gebührenstruktur aus? Stimmen die Interessen von Manager und Investor überein?
- 6 Beurteilung der **Anlagedokumente**  
Unterlagen lesen: Z.B. Fondsvertrag / Prospekt oder die Revisionsberichte der Fondsreportings.
- 7 Konsequente **Einhaltung eines klaren Due-Diligence-Prozesses** ähnlich dieses Beispiels.

Quelle: Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg, 2016

gewinnen. Den Geschäftsführer und vor allem den Stiftungsrat als oberstes Organ zu informieren, verursacht einen unvermeidlichen Mehraufwand. Hinzu kommen die Aneignung von anlagespezifischem Know-how und Produktinformationen, der administrative Aufwand beispielsweise durch erweiterte Reportingpflichten oder der Rechtfertigungsbedarf für Entscheide, die neu sind und von der bisherigen Routine abweichen.

Es könnten noch diverse weitere Hürden wie Kosten oder Transparenz aufgeführt werden, die bei weniger geläufigen respektive alternativen Anlagen Argumente liefern, um sich diesem Thema zu verschliessen. Zweifellos können diese Einwände stichhaltig sein. Aufgrund der Tatsache, dass eine optimale Verwaltung der Pensionskassenportfolios über das Spektrum der traditionellen Anlagekategorien hinausgehen muss, sollten die Opportunitäten aber zumindest seriös geprüft werden – gerade im Hinblick auf veränderte Kapitalmarkterwartungen und schliesslich im Verantwortungsbewusstsein gegenüber den Destinatären.

Interview mit Martin Roth, Geschäftsführer der Pensionskasse Manor

## «Die BVV2-Richtlinien sind nicht mehr zeitgemäss»



**SBVg: Herr Roth, welches sind für Sie die derzeit grössten Herausforderungen der 2. Säule als gesamter Markt und für die einzelne Kasse?**

**Martin Roth:** Zweifelsohne stellt die demographische Entwicklung mit der Babyboomer-Generation und der anhaltend steigenden Lebenserwartung eine grosse Herausforderung dar. Hinzu kommt, dass wir nicht davon ausgehen können, dass die zukünftigen Renditen an den Finanz- und Kapitalmärkten das Problem lösen. Im Gegenteil, ich erwarte über die nächsten Jahre tiefere Beiträge aus den Vermögensanlagen als jene, die wir uns bis dato gewohnt waren.

**Was können Sie als Verantwortungsträger für Ihre rund 12'000 Destinatäre tun? Gibt es Verbesserungsmassnahmen, die Sie aus eigener Kraft wahrnehmen können, also unabhängig von Wirtschaft und Politik?**

Unsere 2. Säule unterliegt vielen politischen Vorgaben: Mindestzinssatz, Umwandlungssatz, Deckungsgrad oder Anlagevorschriften. Diese zu verändern erweist sich als schwierig. Innerhalb dieses Korsetts lege ich als Geschäftsführer deshalb einen starken Fokus auf die Vermögensverwaltung, um den Finanzmarkt als 3. Beitragszahler so gut wie möglich einzusetzen.

Konkret befürchte ich, dass die traditionellen Pensionskassen-Anlagegruppen Aktien, Obligationen und Immobilien Schweiz nicht mehr genügend rentieren werden, um unsere benötigte Sollrendite von netto 2,8 Prozent pro Jahr zu erreichen. Eine substantielle Beimischung alternativer Renditequellen kann oder muss sogar Teil der Lösung sein, sofern die Liquiditätsbedürfnisse dies erlauben und der benötigte Anlagehorizont vorhanden ist. Für mich steht fest, dass die BVV2-Richtlinien mit einer empfohlenen Obergrenze von 15 Prozent für alternative Anlagen nicht mehr zeitgemäss sind. Hinzu kommt, dass zum Beispiel Anlageklassen wie Private Equity, Infrastrukturanlagen oder ausgewählte Hedge-Fonds-Strategien viel zu wichtig geworden sind, als dass sie in ein einziges Sammelbecken mit dem Titel «alternative Anlagen» geworfen werden dürften.

**Was sind aus Ihrer Sicht die Vorteile von alternativen Anlagen? Was sind die Nachteile?**

Alternative Anlagen sind im Normalfall nicht kotierte Anlagen, das heisst nicht über öffentlich zugängliche Märkte handelbar. Diese Einschränkung wird langfristig mittels höherer Rendite entschädigt. Die eingeschränkte Handelbarkeit hat zudem den positiven Nebeneffekt, dass diese Anlagen schwächeren Schwankungen ausgesetzt sind als kotierte Wertpapiere. Dies wirkt sich positiv auf die Rendite-Risiko-Eigenschaften des Gesamtportfolios aus.

Diese Anlagen haben auch den Vorteil, dass die Eigenschaften des Investments besser reflektiert werden und nicht den Einflüssen einer Börsenkotierung ausgesetzt sind. In der Folge entstehen nebst der tieferen Volatilität attraktive Korrelationseigenschaften sowohl gegenüber traditionellen als auch anderen alternativen Anlagen. Viele Pensionskassen haben allerdings Respekt vor der eingeschränkten Handelbarkeit respektive Liquidität. In unserem Fall ist dies aber kein Problem, da wir die Gesamtliquidität des Vermögens systematisch steuern und kontrollieren. Ausserdem besitzen wir ja immer noch einen Grossteil liquider Anlagen, die jederzeit veräussert werden könnten.

**Trotz den erschwerten Rahmenbedingungen und den Vorteilen von alternativen Anlagen nehmen letztere heute in der Regel einen geringen Stellenwert bei Pensionskassen ein. Wie erklären Sie sich diesen Umstand?**

Die schlechten Erfahrungen aus der Vergangenheit sind vermutlich immer noch ein Problem. Die Skepsis gegenüber komplexeren Produkten mit höheren Kosten ist daher gross. Ausserdem ist es einfacher, negative Entwicklungen bei traditionellen Anlageklassen zu rechtfertigen als beispielsweise für einzelne Hedge-Fonds-Strategien oder Private Equity Fund of Funds.

Dass der Verordnungsgeber alternative Anlagen einem breiten Sammelbecken zuordnet und eine Begrenzung bei 15 Prozent ansetzt, fördert das Vertrauen vermutlich auch nicht.

**Was braucht es, um den Status Quo zu bewegen beziehungsweise zu verbessern?**

Zu allererst braucht es das Bewusstsein, dass die Rendite einen gewichtigen Beitrag zum Wachstum der Vermögen der 2. Säule erbringt. Sie leistet einen bedeutenden Anteil an der Bewältigung der durch die strukturellen Veränderungen geschaffenen Probleme. Und die Pensionskassen halten sie, zumindest teilweise, in den eigenen Händen.

Die BVV2 appelliert an eine verantwortungsbewusste Verwaltung der Vorsorgevermögen. Das bedeutet meiner Meinung nach nicht nur, dass die Liquiditäts- und Sicherheitsaspekte beachtet werden müssen, sondern auch die nachhaltige Sicherstellung der Vorsorgeleistungen. Die Pensionskassen sind dafür verantwortlich, dass das Renditepotenzial an den Finanzmärkten für ihre Destinatäre ausgeschöpft wird.

Nicht zuletzt braucht es auch bessere Anreize von Seiten der BVV2. Das Sammelbecken alternative Anlagen ist oftmals noch immer ein Tabu. Klarheit und Transparenz könnte ein Entflechten dieses Sammelbeckens schaffen, indem Anlagekategorien wie beispielsweise Private Investments analog den traditionellen Anlagen, oder sogar innerhalb derselben, aufgeteilt werden und höhere Limiten erhalten. Die Signalwirkung wäre meiner Meinung nach nicht zu unterschätzen.

#### **Über Martin Roth**

Martin Roth führt die Pensionskasse Manor seit drei Jahren. Zusammen mit seiner vorherigen Tätigkeit als Portfolio Manager bei der UBS verfügt er über mehr als 20 Jahre Erfahrung im Bereich der Vermögensverwaltung. Roth ist zudem Finanzanalytiker und Vermögensverwalter/CIIA® (AZEK) und schloss erfolgreich die Studiengänge Diploma of Advanced Studies in Pension Fund Management der Hochschule Luzern und das CAS General Management der HSG St. Gallen ab.

#### **Über die Pensionskasse Manor**

Die Pensionskasse Manor verwaltet rund CHF 1,7 Mrd. Vermögen. Ihr Deckungsgrad liegt aktuell bei 111 Prozent und hat sich über die letzten fünf Jahre um durchschnittlich zwei Prozent erhöht. Die Kasse versichert 8'900 aktiv Versicherte und 3'300 RentenbezügerInnen. Das Durchschnittsalter der aktiv Versicherten beträgt 41 Jahre. Per 30.9.2016 umfasste die Vermögensallokation 14,5 Prozent festverzinsliche Anlagen, 31 Prozent Aktien, 26 Prozent Immobilien und 16,5 Prozent alternative Anlagen.

## 7 Bessere Performance dank BVV2-Revision

Zwar bieten die Anlagevorschriften gemäss BVV2 für die Mehrzahl der Pensionskassen weiterhin ungenutztes Potenzial zur Effizienzsteigerung ihres Portfolios, doch drängt sich angesichts der steigenden Renditeerfordernisse eine Anpassung der Vorschriften auf. Diese sollten vordringlich in Richtung einer liberaleren Zulassung nichttraditioneller Anlagen gehen. Im Folgenden wird eine in diesem Sinne erweiterte Fassung der in der BVV2 enthaltenen Vorgaben entwickelt und zur Diskussion gestellt.

Die vorangegangenen Kapitel zur Portfolio-Theorie von Markowitz und den alternativen Anlagen zeigen das Optimierungspotenzial für Pensionskassen auf, um den Finanzmarkt als 3. Beitragszahler besser einzusetzen. Die meisten dieser Verbesserungsmöglichkeiten sind mit vernünftigem Aufwand überprüf- und umsetzbar. Die empfohlenen Massnahmen können von den Pensionskassen zu grossen Teilen unabhängig von Politik oder Wirtschaft eigenständig umgesetzt werden, da es sich vor allem um Aspekte der reinen Vermögensverwaltung handelt.

Es wurde auch gezeigt, dass es in der Portfoliokonstruktion eine Ebene im Rahmen der heutigen BVV2-Richtlinien gibt und eine zweite, die darüber hinausgeht (vgl. Kapitel 5). In einem nächsten Schritt wurden die wichtigsten Unterschiede sowie Gemeinsamkeiten zwischen traditionellen und nichttraditionellen Anlagen dargelegt und versucht, eine Entmystifizierung von alternativen Anlageklassen vorzunehmen. Dieser Schritt ist deshalb wichtig, weil eine Erweiterung der BVV2-Vorschriften nur dann Sinn macht, wenn die neuen Freiräume auch genutzt werden. Ein Umdenken

würde sich aber bereits heute innerhalb der bestehenden BVV2-Leitplanken lohnen, da viele Pensionskassen ihr Portfolio effizienter gestalten könnten.

Das hier propagierte Umdenken aufgrund aktueller Entwicklungen macht in einem weiteren Schritt eine Anpassung der BVV2 notwendig. Dazu bildet die Unterstützung von Politik und Wirtschaft eine zentrale Voraussetzung. Im Folgenden wird eine Erweiterung vorgeschlagen, an der sich die Akteure einer Überarbeitung der BVV2 orientieren können.

Ähnliche Vorschläge aus Politik und Wirtschaft wurden bereits mehrfach unterbreitet und können als Anknüpfungspunkte dienen. Die Empfehlungen in dieser Studie, die von politischen Entscheiden abhängig sind, dürften zumindest in diesen Kreisen Unterstützung finden.

### 7.1 Ein Vorschlag für revidierte BVV2-Richtlinien

Anlagen, die nicht den typischen Vermögensklassen Aktien, Obligationen oder Immobilien zugeordnet werden können, werden durch die BVV2 der Kategorie Alternative Anlagen zugerechnet. Diese sollte derzeit nicht mehr als 15 Prozent des Gesamtvermögens ausmachen. Daraus ergeben sich zwei zentrale Vorgaben: einerseits welche Anlagen zulässig sind und wie sie kategorisiert werden (BVV2, Art. 53), andererseits deren jeweilige Begrenzung (BVV2, Art. 55). Diese beiden Elemente sind deshalb wichtig, weil sie entscheidend für die strategische Allokation eines Portfolios sind und somit den grössten Einfluss auf eine erfolgreiche Vermögensverwaltung haben.

Abbildung 7.1 präsentiert eine Grundlage zur Neuausrichtung der Artikel 53 und 55 BVV2. Diese orientiert sich an der vorgeschlagenen Aufteilung der Anlagekategorien aus Kapitel 6.2. Die Änderungsvorschläge beziehen sich auf vorerwähnte Ausführungen, indem

- a) die Anlageklassen neu als Fremdkapital, Eigenkapital, Realwertanlagen und Trading und Ressourcen (Neustrukturierung innerhalb des Artikels 53 BVV2) kategorisiert werden. Diese werden so aufgeteilt, dass sie ihrem börsenkotierten Pendant angenähert beziehungsweise stärker nach dem wirtschaftlichen Verwendungszweck der Investition ausgerichtet werden und
- b) die Kategorienbegrenzungen (Artikel 55 BVV2), unter Berücksichtigung der Änderungen gemäss a), angepasst beziehungsweise gelockert werden.

Die Beschränkungen der Einzelpositionen in der BVV2 (Artikel 54), welche die Regelung der Anlagevorschriften komplettieren würden, werden nicht berücksichtigt, da sie für die strategische Asset Allocation zweitrangig sind und grösstenteils übernommen werden könnten.

Abb. 7.1

### Vorschlag für eine aktualisierte Anlagekategorisierung und -begrenzung innerhalb der BVV2

|   | Sub-Anlageklasse                 | Begrenzung   |           | BVV2-Artikel |
|---|----------------------------------|--------------|-----------|--------------|
|   |                                  | neu          | bestehend |              |
| <b>Fremdkapital</b>                     |                                  | <b>100 %</b> | –         |              |
| Börsenkotiert                           | Obligationen CHF und FW          | 100 %        | 100 %     | 55           |
| Privat                                  | Grundpfandtitel CH               | 50 %         | 50 %      | 55 a.        |
|   | Private Debt (neu)               | 15 %         | –*        | 55 d.        |
| <b>Eigenkapital</b>                     |                                  | <b>75 %</b>  | –         |              |
| Börsenkotiert                           | Aktien In- und Ausland           | 75 %         | 50 %      | 55 b.        |
| Privat                                  | Private Equity (neu)             | 15 %         | –*        | 55 d.        |
| <b>Realwertanlagen (Eigenkapital)</b>   |                                  | <b>50 %</b>  | –         |              |
| Börsenkotiert                           | Immobilien In- und Ausland       | 50 %         | 30 %/10 % | 55 c.        |
| Privat                                  | Immobilien In- und Ausland       | 50 %         | 30 %/10 % | 55 c.        |
|   | Infrastruktur (neu)              | 15 %         | –*        | 55 d.        |
| <b>Trading &amp; Ressourcen</b>         |                                  | <b>15 %</b>  | –         |              |
| Trading                                 | Hedge Fonds                      | –            | 15 %*     | 55 d.        |
| Ressourcen                              | Rohstoffe                        | –            | 15 %*     | 55 d.        |
| Übrige                                  | Insurance linked securities etc. | –            | 15 %*     | 55 d.        |
| Fremdwährungen ohne Währungsabsicherung |                                  | 30 %         | 30 %      | 55 e.        |

\*Anlagekategorie fällt in die heute geltende Limite für alternative Anlagen gemäss BVV2 von insgesamt 15 %.

Quelle: Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg, 2016

Eine Neuausrichtung basierend auf Abbildung 7.1 hätte in der Folge also konkrete Auswirkungen auf die BVV2-Vorgaben, insbesondere Artikel 53. So müsste beispielsweise Buchstabe e) des Artikels 53 «alternative Anlagen» als «Trading & Ressourcen» neu definiert werden und würde von den jetzigen Kategorien nur noch Hedge Fonds, Insurance Linked Securities sowie Rohstoffe enthalten. Die Kategorie Infrastruktur würde zusammen mit Immobilien in der Kategorie «Realwertanlagen» zum Beispiel unter dem gemeinsamen Buchstaben c), der heute ausschliesslich Immobilien abdeckt, ausgewiesen werden. Private Equity als letztes Beispiel würde unter d) «Beteiligungen an Gesellschaften» akzeptiert werden. Stand heute werden nicht kotierte Beteiligungen an Gesellschaften in die «alternativen Anlagen» unter e) eingeordnet.

Abbildung 7.1 impliziert weitere Anpassungen in der BVV2 analog der vorhergehenden Beispiele. Eine detaillierte Ausarbeitung ist allerdings ausserhalb des Rahmens dieser Studie angedacht.

Die Stossrichtung ist dennoch klar: Mehr Freiräume sollen den Pensionskassen die Möglichkeit geben, mit ihren Portfolios mehr Rendite zu erwirtschaften sowie eine bessere Diversifikation zu erreichen (Kapitel 5). Dies geschieht primär durch das Hinzufügen von nichttraditionellen Anlagen aufgrund ihrer attraktiven Anlageeigenschaften (Kapitel 6).

Unter den vorgeschlagenen neuen Bestimmungen könnte theoretisch ein Portfolio zu 60 Prozent aus Anlagen bestehen, die zum heutigen Zeitpunkt als alternativ bezeichnet werden (z.B. 15 % Private Debt, 15 % Private Equity, 15 % Infrastruktur, 15 % Hedge Fonds). Das scheint sehr weit zu gehen. Allerdings wäre dies ein Extrembeispiel, das zwar durchaus sinnvoll sein kann, aber von einer Pensionskasse kaum sofort umgesetzt würde. Ausserdem besitzen die Freigrenzen auch Signalwirkung in Richtung Gleichberechtigung der traditionellen und heutigen alternativen Anlagen.

Die Anpassung der Anlagevorschriften wird schon lange diskutiert, aufgrund der Kapitalmarktsituation und der Entwicklung in der 2. Säule heute umso intensiver. Dabei gehen die Meinungen hinsichtlich der Abschaffung der Vorschriften vermehrt hin zu einer starken Prudent Investor Rule (vgl. Kapitel 8), also der Forderung nach mehr Eigenverantwortung der Kassen<sup>18</sup>. Mit dem Vorschlag für eine Neustrukturierung der BVV2 wird versucht, einen wichtigen Zwischenschritt einzuschalten, um die Anlagerestriktionen Schritt für Schritt zu reduzieren.

<sup>18</sup> Zum Beispiel Roland Kriemler: Anlagestiftungen: Investieren nach BVV2 und ASV; 2016.

## Exkurs: Best in Class – The Yale Investments Office

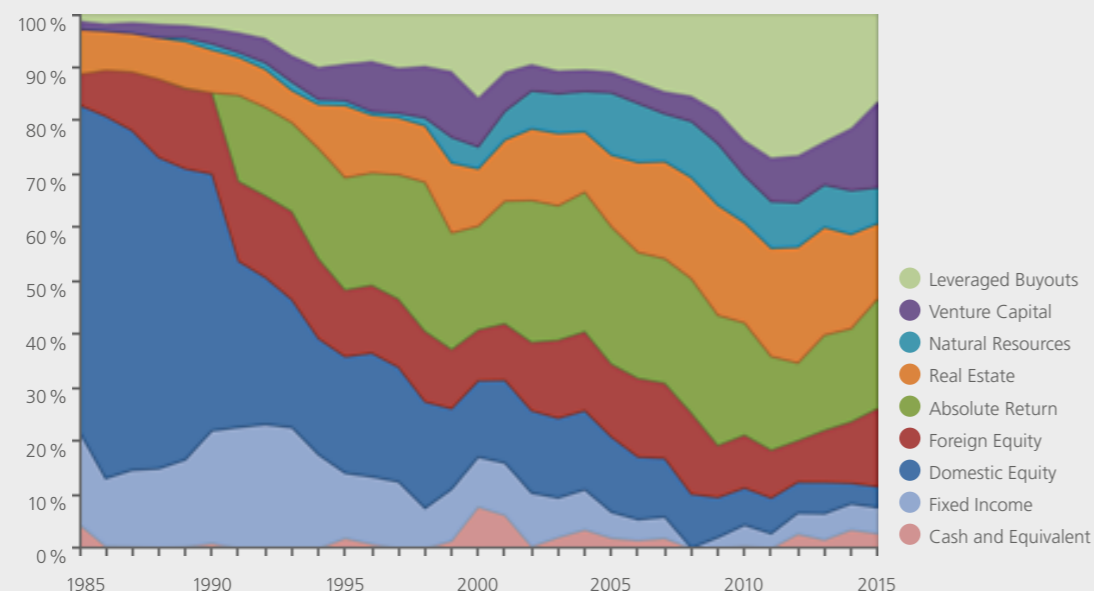
Die vorliegende Studie zeigt diverse Vorteile aus einer Beimischung respektive Erhöhung von alternativen Anlagen in ein klassisches Pensionskassenportfolio. Dabei sind sich die Autoren bewusst, dass diese Massnahmen nicht die alleinige Lösung für die heutige Ausgangslage der 2. Säule sein können und es durchaus auch Gründe gibt, die gegen diese Anlageklasse sprechen. Insbesondere sollten die Risikoaspekte vor allem im Vergleich zu den geläufigen traditionellen Anlagen bekannt sein.

Im Endeffekt sucht diese Studie aber nach Möglichkeiten, wie die Vermögensverwaltung, mit dem finalen Ziel, die erwartete Rendite der heutigen Pensionskassenportfolios anzuheben, optimiert werden kann. Alternative Anlagen sind gerade für Pensionskassen mit einem langen Anlagehorizont definitiv eine davon. Dass Vorsorgeeinrichtungen in anderen Ländern von dieser Ausgangslage bereits heute schon ausgiebig profitieren, wird in Kapitel 9 erläutert.

Ein lohnender Vergleich bezieht sich auf Stiftungen, die perennierender Natur sind und nebst dem Werterhalt allenfalls noch regelmässige Erträge für bestimmte Zwecke generieren sollen. Diese Eigenschaften machen sie mit Pensionskassen in den wichtigsten Belangen vergleichbar.

Viele der bekanntesten Stiftungen dieser Art sind bei den weltweit besten Universitäten angesiedelt und besitzen wohl auch deshalb ein enormes Finanz- und Anlage-Know-how. Zu den erfolgreichsten «Endowment Funds» zählt derjenige der Universität Yale in den USA. Unter seiner Verwaltung lagen per Mitte 2015 über USD 25 Mrd. und die erzielte Rendite über die letzten zehn Jahre bis und mit Juni 2015 lag bei 10 Prozent pro Jahr. Mit andern Worten hat sich das Stiftungsvermögen trotz Finanzkrise mit einem Faktor von rund 2,6 vermehrfacht. In der gleichen Zeit erzielten globale Aktien (MSCI World, in USD) sieben Prozent pro Jahr und globale Obligationen (Barclays Global Aggregate, in USD) 3,5 Prozent pro Jahr, vermutlich bei verhältnismässig deutlich höheren Risiken (Volatilität).

Abb. 7.2

**Veränderung Asset Allocation Yale Endowment Fund seit 1985**

Quelle: The Yale Investments Office: The Yale Endowment 2015

Die Abbildung zeigt die Vermögensallokation über die letzten Jahre. 1985 lag der Anteil inländischer (US-)Aktien und Obligationen bei 80 Prozent, heute sind es noch 12,5 Prozent. Dagegen wurden Anteile in den von Yale benannten Kategorien Aktien Ausland, natürliche Ressourcen (z.B. Öl, Gas, Holz oder Kohle), Leveraged Buyouts (fremdfinanzierte, oftmals private Firmenübernahmen), Venture Capital (Finanzierung von Unternehmensgründungen), Absolute Return (vor allem «event-driven» und «value-driven» Strategien, die beispielsweise aus Fusionen, Firmenrestrukturierungen beziehungsweise unterbewerteten Unternehmen Rendite erzielen) sowie Immobilien teils signifikant erhöht.

Der langfristige Zielwert von illiquiden Vermögensanlagen in der Asset Allocation liegt heute bei rund 50 Prozent. Mehr als 90 Prozent der Allokation zielt auf aktienähnliche Renditen ab. Der Anteil in festverzinsliche Anlagen lag per Juni 2015 bei lediglich 4,9 Prozent<sup>19</sup>.

<sup>19</sup> The Yale Investments Office: The Yale Endowment 2015.

Yale hält fest, dass die heutige Allokation eine höhere aktuelle und erwartete Rendite bei gleicher Volatilität im Vergleich zu 1985 aufweist aufgrund des höheren Renditepotenzials bei gleichzeitig verbesserten Diversifikationseigenschaften. Konkret erwarten die Vermögensverwalter von Yale eine langfristige Rendite von 6,7 Prozent pro Jahr bei einer Volatilität von 13,3 Prozent pro Jahr.

Das Beispiel der Universitätsstiftung Yale aus den USA soll und kann keineswegs eins zu eins auf Schweizer Pensionskassen übertragen werden. Unterschiede aufgrund der Länder-Mentalitäten, gewisser Eigenheiten des Pensionskassenmarktes oder der individuellen Situation der Kasse limitieren eine Verallgemeinerung. Der Vergleich sollte aber als Anstoss dienen, sich vermehrt und vor allem auch frühzeitig mit einer teilweisen Abkehr von traditionellen hin zu alternativen Anlageklassen zu befassen. Das Beispiel Yale zeigt nämlich, dass die weltweit besten Vermögensverwalter diesen Prozess schon lange in Gang gesetzt haben.

## 7.2 Notwendige Unterstützung durch Wirtschaft und Politik

Eine grundlegende Veränderung in der Anlagementalität sowie eine Anpassung der BVV2-Vorgaben zu bewirken, setzt die Unterstützung von Wirtschaft und Politik voraus. Obwohl die Anlagevorschriften primär auf Verordnungsebene geregelt sind und so durch den Bundesrat verhältnismässig leicht initiiierbar wären, sind bis dato jeweils nur moderate Veränderungen vorgenommen worden.

Die letzte BVV2-Revision erfolgte 2014. Eine Diskussion über die Rolle alternativer Anlagen fand zwar statt, allerdings ohne grössere Veränderungen, da vor allem die Risiken im Vordergrund standen. Von Seite der Politik gab es in den letzten Jahren diverse Motionen zur Förderung von Investitionen in nichtbörsenkotierte Unternehmen<sup>20</sup>, Infrastrukturanlagen<sup>21</sup> oder Venture Capital (Private Equity)<sup>22</sup>. Der Bundesrat sah in allen Fällen keinen Bedarf, etwas zu ändern. Die Argumente waren jeweils identisch und besagten, dass einerseits die heutigen

<sup>20</sup> Motion vom 9.6.2016, Claude Béglé: Investitionen von Pensionskassen in nichtbörsenkotierte Unternehmen.

<sup>21</sup> Motion vom 23.9.2015, Thomas Weibel: Infrastrukturanlagen für Pensionskassen attraktiver machen.

<sup>22</sup> Motion vom 12.12.2013, Konrad Graber: Langfristanlagen von Pensionskassen in zukunftsträchtige Technologien und Schaffung eines Zukunftsfonds Schweiz.

Richtlinien genügend Spielraum für Investitionen in die erwähnten Anlageklassen liessen und andererseits die Risiken zu gross seien, als dass diese Anlagekategorien an Bedeutung gewinnen sollten.

Aus Kreisen der Wirtschaft und der beruflichen Vorsorge selber werden hingegen vermehrt Stimmen laut, die Anpassungen fordern.<sup>23</sup> Es ist davon auszugehen, dass dieser Druck zunehmen wird und sich je nach Entwicklung an den Finanzmärkten noch verstärkt. Das Thema ist also aktuell und bietet Stoff für Diskussionen. Es ist zu hoffen, dass die Akteure aus der beruflichen Vorsorge genügend Durchsetzungskraft bündeln können, damit die Rahmenbedingungen in der Vermögensverwaltung baldmöglichst verbessert werden können.

---

<sup>23</sup> Vgl. Exkurs: Interview mit Martin Roth, Geschäftsführer der Pensionskasse Manor.

---

## 8 Prudent Investor Rule als (über-)nächster Schritt

Die seit Inkraftsetzung des BVG geltende quantitative Regulierung der Anlagen gemäss BVV2 ist nicht mehr zeitgemäss. Sowohl die USA wie auch Grossbritannien und andere Länder haben die Vorschriften den veränderten Bedingungen und in Richtung der Prudent Investor Rule angepasst. In eine ähnliche Richtung gehen die in dieser Studie empfohlenen Optimierungsmassnahmen. Zur Festlegung einer optimalen strategischen Asset Allocation sind ein grundsätzliches Umdenken und mehr Freiheiten punkto BVV2 gefordert. Weniger Restriktionen und mehr Spielraum bedeuten aber auch mehr Verantwortung. Zwar enthält die BVV2 solche Elemente, aber sowohl aus Sicht der Verantwortlichkeiten wie auch der Notwendigkeit effizienterer Portfolios sollten die Vorschriften grundlegend angepasst werden.



Der regulatorische Rahmen für die Vermögensverwaltung der Vorsorgeeinrichtungen baut nach wie vor im Wesentlichen auf der Gewährleistung, der Aufzählung zulässiger Anlagen sowie der Statuierung von Anlagebeschränkungen auf. Wie aus den Erläuterungen zur Revision der Art. 49–59 BVV2 per 1. Januar 2009 hervorgeht, besteht auch das Ziel, die Eigenverantwortung und das Vorsichtsprinzip im Sinne der Prudent Investor Rule stärker zu betonen. Die detaillierten Anlagevorschriften schränken jedoch die Umsetzung der Prudent Investor Rule in der Praxis sehr stark ein, so dass das Ziel des Gesetzgebers in dieser Hinsicht nur teilweise erreicht wurde.

### 8.1 Konzept der Verwaltung von Vermögen in Vorsorgeeinrichtungen an den Beispielen USA und Grossbritannien

Sowohl die USA als auch Grossbritannien haben über die letzten Jahrzehnte die Gesetzgebung für die Verwaltung der Vermögen von Vorsorgeeinrichtungen den veränderten Bedingungen angepasst. Dabei wurden spezifische Anlagevorschriften und -einschränkungen abgeschafft und durch Verhaltensregeln (Prudent Investor Rules) ersetzt. Diese Verhaltensregeln gelten für die Verantwortlichen in den Einrichtungen sowie für allfällig beauftragte externe Vermögensverwalter.

So werden zum Beispiel in den USA im sogenannten Employee Retirement Income Security Act (ERISA) die treuhänderischen Verantwortlichkeiten der Organe der Einrichtung geregelt. Ergänzend dazu wird für die Verwaltung der Anlagen der Uniform Prudent Investor Act (UPIA) für verbindlich erklärt. In Grossbritannien sind die Vorsorgeeinrichtungen durch das Vorsorge- oder Pensionskassengesetz geregelt (Pension Fund Law). Zusätzlich kommt die Gesetzgebung für Stiftungen zur Anwendung (Trust Law). Mit Richtlinien für die Organe werden Verhaltensregeln vorgegeben, nach denen Verantwortlichkeiten wahrgenommen und Aufgaben erledigt werden.

Das Konzept der Prudent Investor Rule basiert darauf, dass die für die Vermögensanlage verantwortlichen Personen die Aktiven der Einrichtung so verwalten als wären es ihre eigenen. Somit fokussieren sich die Vorgaben der Regulierung auf die Qualität der Aufbau- und Ablauforganisation der Einrichtung und weniger auf das eigentliche Produkt. Was die Regulierung von schweizerischen Fonds anbelangt, gehen auch die Bemühungen der FINMA in diese Richtung.

### 8.2 Grundlagen der Prudent Investor Rule

Folgende Elemente bilden die Grundlage (basierend auf dem Uniform Prudent Investor Act, entworfen durch die National Conference of Commissioners on Uniform State Laws for the United States of America im Jahre 1994 und den Trustee Guidance):

#### Richtlinien der Sorgfaltspflicht

Das Vermögen der Einrichtung soll sorgfältig investiert werden. Die wirtschaftlichen Verhältnisse in der Einrichtung müssen die Basis für die Investitionen bilden. Die Ausführung der Anlageentscheide erfolgt sorgfältig, fachkompetent und vorsichtig.

#### Anlagestrategie

Investitionen sollten nicht auf Einzelbasis, sondern unter Berücksichtigung des Gesamtportfolios erfolgen. Zudem ist eine Anlagestrategie erforderlich, welche aus dem Asset-Liability-Management der Einrichtung abgeleitet wird.

#### Risiko- und Ertragsvorgaben

Das Vermögen ist nach dem Ansatz der modernen Portfolio-Theorie zu verwalten. Risiko- und Ertragsvorgaben sind zu definieren und müssen im Einklang mit der Anlagestrategie stehen. Anlagerestriktionen werden entsprechend dem Anlageziel vorgegeben. Der Erfolg der Anlagetätigkeit wird laufend gemessen und überwacht, Abweichungen von den Vorgaben werden überprüft und wenn nötig eskaliert. Über die Aktivitäten wird regelmässig Bericht erstattet.

#### Diversifikation des Vermögens

Zur Reduktion des Anlagerisikos ist eine angemessene Diversifikation im Portfolio anzustreben. Die Umsetzung im Portfolio ist abhängig von der Anlagestrategie, den möglichen Anlagebeschränkungen sowie der Risiko- und Ertragsvorgaben. Es gibt keine quantitativen Vorgaben in den Standards, sondern nur Hinweise zur Diversifikation und qualitative Anforderungen an dieselbe.

### Verantwortlichkeiten

Das oberste Organ ist für die Verwaltung des Vermögens verantwortlich. Gezieltes, sorgfältiges Anlegen im Rahmen der Anlagestrategie und den Risiko-/Ertragsvorgaben gehört genauso zu den Aufgaben, wie die Sicherstellung einer angemessenen Überwachung der Anlagen und Aktivitäten. Das oberste Organ ist haftbar für ein allfälliges Fehlverhalten in der Wahrnehmung seiner Verantwortlichkeiten.

### Loyalität

Das oberste Organ der Einrichtung hat sicherzustellen, dass die Vermögensverwaltung im Interesse der Einrichtung und deren wirtschaftlich Berechtigten (Destinatären, Versicherten oder Begünstigten) erfolgt. Eigeninteressen und Drittinteressen müssen denjenigen der wirtschaftlich Berechtigten nachgehen. Eigenhandel der Organe, ihnen nahestehenden Personen oder von Dritten, welche für die Einrichtung tätig sind, darf nicht zu Interessenkonflikten mit den Anlagentätigkeiten oder den Anlagen der Einrichtung führen (z.B. Front Running, Insider Trading). Die Ausführung von Anlageentscheidungen im Markt muss zu marktgerechten Bedingungen erfolgen.

### Interessenwahrung

Das Vermögen der Einrichtung muss so verwaltet werden, dass die Interessen aller wirtschaftlich Berechtigten gleichermaßen gewahrt werden. Die Interessen eines einzelnen wirtschaftlich Berechtigten oder einer Gruppe von wirtschaftlich Berechtigten dürfen nicht über die Interessen der übrigen gestellt werden.

### Investmentkosten

Die Verwaltung des Vermögens der Einrichtung und die einzelnen Investitionen müssen zu marktgerechten Kosten erfolgen. Die obersten Organe sind dazu verpflichtet, die Kosten zulasten der wirtschaftlich Berechtigten minimal zu halten. Zu hohe Kosten, welche durch die Verwaltung des Vermögens zulasten der wirtschaftlich Berechtigten verursacht werden, werden als ungetreue Wahrnehmung der Verantwortungen ausgelegt.

### Prüfung und Überwachung der Einhaltung

Die Einhaltung der Verhaltensrichtlinien und der Anlagestrategie sowie der Risiko-/Ertragsvorgaben ist angemessen zu überwachen.

### Delegation von Aufgaben an Dritte

Vermögensverwaltung und andere Aufgaben können an Dritte delegiert werden. Die Auswahl und laufende Überwachung des Dienstleisters müssen sorgfältig, fachkundig und vorsichtig erfolgen. Das oberste Organ bleibt gegenüber den wirtschaftlich Berechtigten verantwortlich für die ausgelagerten Arbeiten.

Die Elemente der Prudent Investor Rule finden sich auch in der BVV2. Die schweizerische Gesetzgebung statuiert indessen keine expliziten, abschliessenden Verhaltensregeln, sondern lässt einen gewissen Interpretationsspielraum zu. Die verlangte Gewähr zur sorgfältigen, fachkundigen und vorsichtigen Geschäftsführung, kombiniert mit Vorschriften für zulässige Anlagen und Anlagerestriktionen, sind jedoch im Vergleich zu den USA und Grossbritannien weitergehend. Zudem besteht das Risiko, dass die verlangte Gewähr durch die obersten Organe nicht genügend wahrgenommen werden kann, da die Einschränkungen oder Restriktionen dies nicht zulassen. Beispielsweise kann eine zielgeführte und sorgfältig aus dem Asset-Liability-Management abgeleitete Anlagestrategie nicht umgesetzt werden.

## 8.3 Zeitgemässe Ausgestaltung der Anforderungen an die Vermögensverwaltung bei Vorsorgeeinrichtungen

Damit die obersten Organe ihre Verantwortung wahrnehmen können und das Vermögen der wirtschaftlich Berechtigten zielgerichtet, sorgfältig und unter Anwendung von zeitgemässen Portfolio-Theorien anlegen können, braucht es eine Gesetzgebung, welche die Einrichtung und deren Organe und nicht die Portfolios, Anlagen, Gefässe oder Produkte reguliert. Für Einrichtungen mit beschränkter Fachkompetenz kann es indessen sinnvoll sein, standardisierte Anforderungen an die Konstruktion des Portfolios mittels Vorgabe von Anlagerestriktionen zu stellen. Ein solches Konzept besteht bereits im Bereich der Bankengesetzgebung, wo zum Beispiel für die Ermittlung der Risiken standardisierte Berechnungen oder Berechnungen aufgrund von Modellen verwendet werden dürfen.

Anlagevorschriften und Restriktionen sollten demnach durch klare Anforderungen an die obersten Organe einer Einrichtung und deren Organisation abgelöst werden. Dies bedingt, dass die Einrichtungen Strukturen schaffen und Fachkenntnisse ausbauen, die Gewähr für eine einwandfreie Geschäftsführung bieten. Dieser Ansatz wird in der Schweiz bereits für Banken, Fondsleitungen und Vermögensverwalter

erfolgreich angewendet. Die Organe der Einrichtung werden dadurch auch mehr in die Verantwortung genommen, da es bei einem solchen Ansatz nicht mehr möglich ist, die gesetzlichen Anlagevorschriften und Restriktionen für das Nichterreichen der Ziele oder Vorgaben verantwortlich zu machen.

Die organisatorischen Anforderungen sind so zu stellen, dass mit einer angemessenen Aufteilung der Aufgaben innerhalb der Einrichtung das operationelle Risiko minimiert wird. Es ist eine klare Trennung zwischen jenen Personen anzustreben, welche die Anlagestrategie festlegen, jenen die Gelder der wirtschaftlich Berechtigten investieren sowie jenen, welche die Anlageaktivitäten und die Einhaltung der Anlagevorschriften überwachen. Interessenkonflikte sind wenn immer möglich zu vermeiden beziehungsweise zu minimieren oder aber intern und extern offenzulegen. Delegationen an Dritte müssen nach gängiger Praxis (z.B. wie bei Fondsleitungen) erfolgen und der Dienstleister muss vertraglich verpflichtet werden, die gleichen Verhaltensregeln, denen der Delegierende unterliegt, einzuhalten. Damit die Vorsorgeeinrichtungen in der Schweiz auch in Zukunft erfolgreich tätig sein und damit langfristig Mehrwert für die wirtschaftlich Berechtigten generieren können, braucht es eine zeitgemässe Regulierung und eine moderne Aufsicht.

Die BVV2 hat bereits das Grundkonzept der Verhaltensregeln für Einrichtungen auf Verordnungsstufe verankert. Somit besteht auch die Möglichkeit, dass die Beaufsichtigung mehr auf der Basis der Einrichtung und deren Organe sowie ihrer Organisation und weniger auf der Einhaltung der gesetzlichen Anlagevorschriften erfolgen könnte. Den Ansatz der organisationsspezifischen Beaufsichtigung, wie ihn die FINMA heute schon für Fondsleitungen anwendet, könnte auch bei den Vorsorgeeinrichtungen und Anlagestiftungen zur Anwendung kommen.

## 9 Vergleich mit dem Ausland: Die Schweiz liegt zurück

Internationale Performance-Vergleiche der betrieblichen Vorsorgesysteme sind mit Vorsicht zu geniessen. Es fällt aber auf, dass die Schweiz im Vergleich mit Ländern mit ähnlich stark ausgebauten 2. Säulen zurückfällt. Eine detaillierte Analyse zeigt die stark unterschiedlichen regulatorischen Vorgaben in den einzelnen Ländern. Ihre Wirkung auf die Performance ist nicht einfach zu bestimmen, doch lassen sich diverse Merkmale ausmachen, welche die erzielten Renditen beeinflussen. Dazu gehören insbesondere die Anlage-Vorschriften und der Anteil nichttraditioneller Anlagen nebst Immobilien.

Ein Blick auf die Anlageperformance der Pensionskassen diverser OECD-Länder in den vergangenen fünf respektive zehn Jahren zeigt, dass sich die Schweiz nominal wie auch inflationsbereinigt im mittleren bis unteren Feld befindet (Abbildung 9.1). In den vergangenen fünf Jahren hat die Schweiz in nominalen Grössen von 26 betrachteten Ländern einen bescheidenen 16. Platz erlangt, real immerhin noch Platz zehn. In den letzten zehn Jahren war das Ergebnis vergleichbar.

Ob die gemeldeten Renditen in einer geeigneten Form vorliegen, so dass Vergleiche zwischen den Ländern zu aussagekräftigen Ergebnissen führen und wie man die Performance von Pensionskassen generell adäquat messen soll, damit hat sich die Literatur lange beschäftigt. Unterschiede im Reporting und in den regulatorischen Bestimmungen sowie verschiedene Zeitperioden und Eigenheiten der einzelnen Pensionskassensysteme erschweren die Vergleiche. So kann beispielsweise ein unterschiedliches Renteneintrittsalter zu längeren oder kürzeren Kapitalansparperioden

Abb. 9.1

### Nominale und reale 5- und 10-Jahresvergleiche der Performance in Lokalwährung in Prozent

| Land                  | 5-Jahres-Durchschnitt |            | 10-Jahres-Durchschnitt |            |
|-----------------------|-----------------------|------------|------------------------|------------|
|                       | Nominal               | Real       | Nominal                | Real       |
| UK                    | 11,8                  | 8,4        | 9,5                    | 6,5        |
| Niederlande           | 9,8                   | 7,8        | 6,6                    | 4,8        |
| Dänemark              | 8,9                   | 7,1        | 7,3                    | 5,4        |
| Australien            | 8,8                   | 6,0        | 6,6                    | 3,7        |
| Kanada                | 8,7                   | 6,9        | 6,5                    | 4,7        |
| Neuseeland            | 8,6                   | 6,3        | 5,9                    | 3,3        |
| Mexiko                | 8,2                   | 4,1        | 7,2                    | 2,9        |
| Island                | 8,0                   | 4,5        | 7,6                    | 1,7        |
| Chile                 | 7,1                   | 3,7        | 7,1                    | 3,5        |
| Belgien               | 6,9                   | 5,0        | 6,0                    | 4,0        |
| Norwegen              | 6,6                   | 4,9        | 6,2                    | 4,2        |
| Israel                | 6,5                   | 4,8        | 6,3                    | 4,1        |
| USA                   | 5,7                   | 3,9        | 2,6                    | 0,5        |
| Luxemburg             | 4,7                   | 2,8        | *                      | *          |
| Österreich            | 4,6                   | 2,4        | 3,4                    | 1,4        |
| <b>Schweiz</b>        | <b>4,6</b>            | <b>4,8</b> | <b>3,6</b>             | <b>3,3</b> |
| Spanien               | 4,4                   | 2,9        | *                      | *          |
| Deutschland           | 4,3                   | 2,9        | 4,2                    | 2,6        |
| Slowenien             | 4,2                   | 2,7        | *                      | *          |
| Korea                 | 4,2                   | 2,1        | 3,8                    | 1,2        |
| Italien               | 4,0                   | 2,4        | 3,8                    | 2,0        |
| Estland               | 3,6                   | 0,9        | 1,9                    | -1,7       |
| Portugal              | 2,9                   | 1,3        | 3,9                    | 2,3        |
| Japan                 | 2,5                   | 1,8        | 0,6                    | 0,3        |
| Tschechische Republik | 2,3                   | 0,6        | 2,5                    | 0,3        |
| Slowakische Republik  | 2,1                   | 0,3        | *                      | *          |

\*nicht verfügbar

Quelle: OECD Global Pension Statistics; Daten: Dezember 2005 (2010)–Dezember 2014

führen und so die Performance stark beeinflussen. Zudem können regulatorische Restriktionen wie die Erreichung einer minimalen Renditegarantie eine optimale, gleichgewichtige Portfolioallokation erschweren. Nicht zu unterschätzen sind auch abweichende Berechnungsmethoden der Renditen sowie die unterschiedliche Berücksichtigung von Management Fees.

Für einen ersten Eindruck liefern die gemeldeten Anlagerenditen jedoch wichtige Erkenntnisse.

Für diese Analyse beschränkt sich die Studie auf Länder mit vergleichbarem Umfang des Vorsorgevermögens gemessen in Prozent des BIP. Gemäss OECD-Daten für das Jahr 2014 betrug das Pensionskassen-Vermögen in Prozent des BIP für die Schweiz 120 Prozent<sup>24</sup>. Vergleichbar sind die Niederlande (159 %), Australien (110 %), Grossbritannien (96 %), USA (83 %) und Kanada (76 %). Länder wie Dänemark (48 %), Neuseeland (20 %), Norwegen (8,8 %) und Belgien (5,7 %) werden aufgrund der relativ geringen Grösse ihrer Vorsorgevermögen nicht weiter betrachtet.

Sortiert nach der Vergleichsgruppe zeigt sich, dass in nominalen Grössen in den letzten fünf Jahren jedes dieser Länder die Schweiz übertroffen hat. Die Pensionskassen Grossbritanniens hatten sogar eine um 156 Prozent höhere jährliche Rendite als die Schweizer Pensionskassen. Auch in realen Grössen schnitten sämtliche Vergleichsländer, mit der Ausnahme der USA, besser als die Schweiz ab. Ein ähnliches Bild zeigt sich auch über einen Horizont von zehn Jahren.

Sucht man nach den Ursachen für solche Unterschiede in der Performance, sind drei Bereiche von zentraler Bedeutung: So können erstens Performance-Differenzen zwischen den Ländern massgeblich auf die unterschiedliche Entwicklung der nationalen Obligationen-, Aktien- und Immobilienmärkte zurückzuführen sein und zweitens auch auf Unterschiede in der Asset Allocation. Letztere werden drittens zum Teil durch regulatorische Vorschriften sowie die Ausprägung der verschiedenen Pensionskassensysteme bestimmt.<sup>25</sup>

24 Quelle: OECD Global Pension Statistics.

25 Vergleiche von Renditen sollten nicht isoliert von den eingegangenen Risiken betrachtet werden. Dafür liegen jedoch keine international vergleichbaren Daten vor.



### 9.1 Regulatorisches Umfeld und Performance

Anlagerestriktionen können entweder der Prudent Investor Rule folgen, sich auf quantitative Portfolioregeln abstützen oder auf einer Kombination basieren. Bei der Vorgabe quantitativer Regeln kann die Auswahl von Anlageklassen sowie deren Gewichtung in der Asset Allocation begrenzt werden.

Pensionskassen in angelsächsischen Ländern folgen im Allgemeinen der Prudent Investor Rule, während lateinamerikanische und zentral- und osteuropäische Länder dazu tendieren, einen quantitativen Ansatz als regulatorischen Mechanismus zu wählen.<sup>26</sup> Neben Beschränkungen hinsichtlich der Instrumente und Maximalanteile werden dort auch häufig minimale Renditegarantien definiert. Dabei hat die Literatur einen Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Kapitalmärkte und der Investment Regulation gefunden. Pensionskassen in Ländern mit besser entwickelten Kapitalmärkten haben tendenziell einen flexibleren regulatorischen Rahmen (Prudent Investor Rule). In Ländern, in denen das Rentenansparen einen verpflichtenden Charakter hat und dadurch mehr Verantwortung beim Staat oder bei einer Firma liegt, wie im Falle von Betriebsrenten, neigt man eher zu einem strengeren regulatorischen Rahmen. Pensionskassen mit Defined Contribution Plänen (Beitragsprimat), bei denen das Renteneinkommen stark von der Performance abhängt, werden ebenfalls stärker reguliert.

Abbildung 9.2 vergleicht die Investment Guidelines der betrachteten Länder. Hierbei wird deutlich, dass auf Ebene Anlageklasse lediglich die Schweiz Maximal-Limiten definiert. Dabei muss erwähnt werden, dass im Falle der Schweiz die Anlagerichtlinien nicht zwingend bindend sind. Bei entsprechender Begründung können Pensionskassen von den Maximal-Limiten nach oben abweichen. Die Sicherheit und die Risikodiversifikation müssen aber weiterhin eingehalten und die Abweichung muss im Jahresbericht ausgewiesen werden.

26 The World Bank, 2010, Evaluating the Financial Performance of Pension Funds, S. 29 ff.

Abb. 9.2

### Anlagebeschränkungen

|                    | Aktien  | Immobilien           | Bonds                                  | Retail Investment Funds                            | Private Investment funds                           | Hypotheken/ Darlehen                         | Cash | Alternative Anlagen | Kommentare  | Foreign Assets                                     | Fremdwährungsexposure | Derivate-exposure |
|--------------------|---|----------------------|--|--|--|--|------|---------------------|---|--|-----------------------|-------------------|
| <b>Schweiz</b>     | 50% (Total Exposure, inkl. indirekte Investments) | 30% (Total Exposure) | 100% (Forderung auf festen Geldbetrag) | Nicht relevant (Limite der Anlageklassen relevant) | Nicht relevant (Limite der Anlageklassen relevant) | 50% (max. 80% des Marktwertes der Immobilie) | 100% | 15%                 | Individuelle Konzentrationslimiten; neue Anlagerichtlinien seit 2009  | 10% bei Immobilien                                 | 30%                   | k.A.              |
| <b>Australien</b>  | 100%  | 100%                 | 100%                                   | 100%   | 100%   | 100%   | 100% | 100%                | Vergabe von Krediten an Arbeitnehmer nicht erlaubt; Diversifikation erforderlich; keine Anpassung seit 2002                                     | Kein Limit   | k.A.                  | k.A.              |
| <b>Kanada</b>      | 100%  | 100%                 | 100%                                   | 100%   | 100%   | 100%   | 100% | 100%                | Individuelle Konzentrationslimiten (10%)  | Kein Limit (Limite von 30% wurde in 2005 gelöscht) | 100%                  | k.A.              |
| <b>Niederlande</b> | 100%  | 100%                 | 100%                                   | 100%   | 100%   | 100%   | 100% | 100%                | Max. 5% in Aktien des Arbeitgebers; Diversifikation erforderlich  | Kein Limit   | k.A.                  | k.A.              |
| <b>UK</b>          | 100%  | 100%                 | 100%                                   | 100%   | 100%   | 100%   | 100% | 100%                | Vergabe von Krediten an Arbeitnehmer nicht erlaubt; Diversifikation & Eignungskriterien erforderlich  | Kein Limit   | k.A.                  | k.A.              |
| <b>USA</b>         | 100%  | 100%                 | 100%                                   | 100%   | 100%   | 100%   | 100% | 100%                | Vergabe von Krediten an Arbeitnehmer nicht erlaubt; Limite an arbeitgeberseitigen Investments; Diversifikation & Eignungskriterien erforderlich | Kein Limit   | k.A.                  | k.A.              |

Hinweis: Limiten in der Grafik betreffen ohne weiteren Hinweis nur Direkt-Investitionen

Quelle: Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds, OECD 2014

Die übrigen fünf Länder schränken Investitionen sowohl in traditionelle wie auch nichttraditionelle Anlageklassen nicht ein. Dennoch wird in allen Ländern, mit Ausnahme von Kanada, eine hinreichende Diversifikation der Anlageklassen gefordert. Zudem existieren individuelle Konzentrationslimiten für einzelne Gegenparteien in Kanada und der Schweiz und arbeitgeberbezogene Kredite sind in Grossbritannien und den USA nicht erlaubt, um potenzielle Interessenkonflikte zu vermeiden.

Ebenfalls schränkt nur die Schweiz ausländische Investitionen (Foreign Assets) ein. Im Falle von Immobilien dürfen nur zehn Prozent der gesamten Assets im Ausland erfolgen. Kanada hatte ebenfalls eine Einschränkung von 30 Prozent der gesamten Assets im Ausland, hat diese aber 2005 wieder abgeschafft. Ein ähnliches Bild zeigt sich bei der Fremdwährungsvorgabe. Investitionen in ausländischer Währung werden

nur in der Schweiz mit einer Quote von 30 Prozent eingeschränkt. In keinem der betrachteten Länder werden zudem Untergrenzen (Minimal-Limiten) definiert. Auch bei den Anforderungen an die Erzielung einer bestimmten Rendite bildet die Schweiz eine Ausnahme. Gemäss einer Auswertung im Jahre 2008 müssen die Pensionskassen in den USA, in Grossbritannien, den Niederlande, in Australien und Kanada keine minimalen Renditegarantien abgeben.<sup>27</sup>

Auf die Frage, ob ein Zusammenhang zwischen den regulatorischen Anforderungen und der Performance vorliegt, gibt es keine eindeutige Antwort. Mit Ausnahme der USA haben sämtliche Länder der Vergleichsgruppe, die keine regulatorischen Anlagebeschränkungen kennen, eine bessere Performance erzielt als die Schweiz. Auch Länder ausserhalb der Vergleichsgruppe mit relativ hohen Renditen wie Dänemark haben nur geringe bis gar keine Anlagerestriktionen. Es besteht also die Vermutung, dass hier ein gewisser Zusammenhang zwischen der Uneingeschränktheit im Anlageverhalten und der Performance existiert.

## 9.2 Asset Allocation und Performance

Die Zusammensetzung und Gewichtung der Asset Allocation bestimmt im Wesentlichen die Anlageperformance. Da Unterschiede in der Asset Allocation durch regulatorische Restriktionen nicht vollständig erklärt werden können, haben in den USA, in Grossbritannien, den Niederlanden, in Australien und Kanada offensichtlich Anlageentscheide und nicht Portfolio-Restriktionen zu einem Mehrwert in der Anlagestrategie geführt. Im Falle der Schweiz kann dieser Effekt nicht separiert werden, da unklar ist, inwieweit die Asset Allocation durch die Portfolio-Restriktionen beeinflusst worden ist.

Die OECD hat 2015 in einer Studie untersucht, wie sich die Asset Allocation in den Jahren 2004 bis 2014 in einzelnen Ländern verändert hat und wie dies durch regulatorische Massnahmen beeinflusst worden ist.<sup>28</sup>

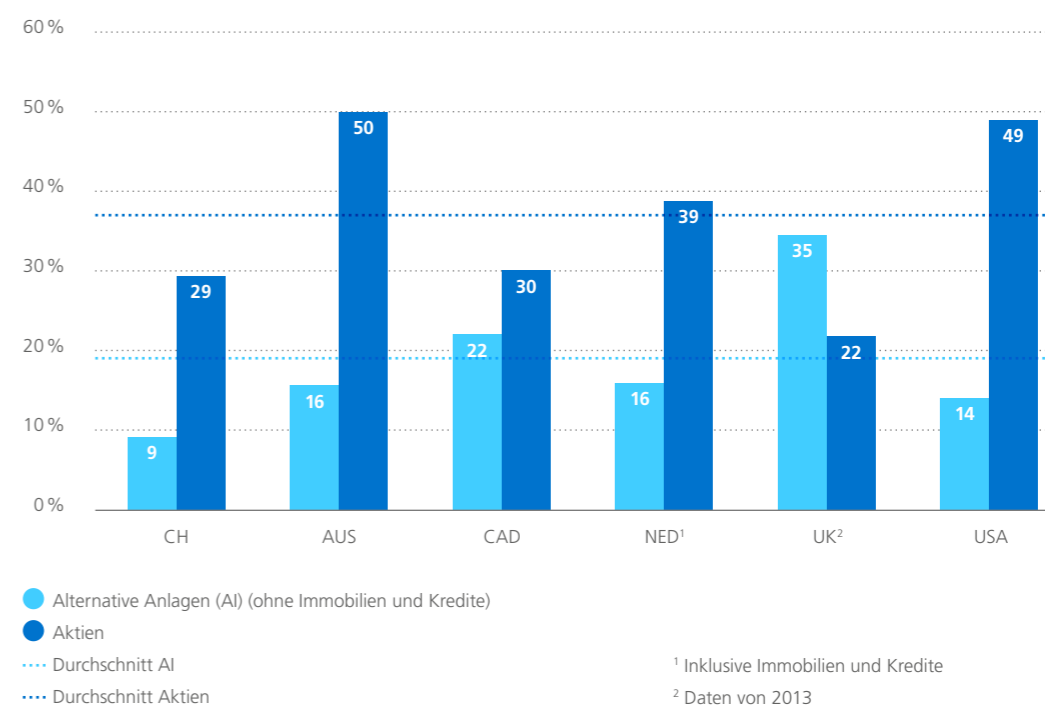
<sup>27</sup> Tapia, Waldo. 2008. «Comparing Aggregate Investment Returns in Privately Managed Pension Funds.» OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions, No. 21.

<sup>28</sup> OECD, «Pension Markets in Focus», 2015.

Abb. 9.3

### Absolute Allokationen 2014

Anteil an Gesamtallokation in Prozent



Quelle: OECD Global Pension Statistics

Abbildung 9.3 zeigt die Asset Allocation für die Anlageklassen Aktien und alternative Anlagen für 2014. Die Schweiz hatte in beiden Anlageklassen einen unterdurchschnittlichen Anteil. Auch hier ist aber ein eindeutiger Zusammenhang zwischen dem Anteil einzelner Anlageklassen und der Performance nicht erkennbar. Es existieren jedoch gewisse Tendenzen. So zeigt Abbildung 9.3, dass Länder mit einem relativ hohen Anteil an alternativen Anlagen (AI) auch tendenziell höhere Renditen aufwiesen (vgl. Abbildung 9.1). Für die Beurteilung muss erwähnt werden, dass gemäss OECD-Definition in den alternativen Anlagen hauptsächlich Kredite, Land und Immobilien, Mutual Fonds, Versicherungsverträge, Hedge Fonds, Private Equity und Strukturierte Produkte enthalten sind. Für eine bessere Vergleichbarkeit zeigt die Abbildung den Anteil alternativer Anlagen ohne Immobilien und Kredite, die in der Schweiz üblicherweise nicht zu den alternativen Anlagen zählen. Auch ist es fraglich, ob die Anlagekategorie Mutual Fonds zur Kategorie AI zählt. Aufgrund einer fehlenden näheren Beschreibung verzichtet die Studie aber darauf, diese weiter zu separieren.

Insbesondere Grossbritannien mit der höchsten realen und nominalen Rendite in den letzten fünf und zehn Jahren hatte Ende 2014 mit 35 Prozent den höchsten Anteil an alternativen Anlagen in der Vergleichsgruppe. In den Jahren 2004 bis 2014 wurden mit knapp 13 Prozentpunkten auch die grössten Umschichtungen in Richtung alternative Anlagen gemacht. Dies vor allem zu Lasten des Aktienanteils. Auch Länder wie Kanada und Australien mit einer relativ hohen Quote in AI performten überdurchschnittlich gut. Die USA und die Schweiz bilden dabei sowohl bei den Renditen als auch bei dem Anteil für alternative Anlagen die Schlusslichter. Alternative Anlagen werden dabei nur in der Schweiz von der regulatorischen Seite her eingeschränkt.

Die Zusammensetzung der alternativen Anlagen spielt dabei eine grosse Rolle, was sich aber auch durch die Heterogenität der Anlageklasse selbst erklären lässt. Viele Investitionen werden über die Kategorie «other Investments» zusammengefasst, sodass eine eindeutige Zuordnung zwischen Anlageklasse und Performance stark erschwert wird.

Die Aktienanteile per se hatten wiederum einen gemischten Effekt auf die Performance. So schnitt die USA mit knapp 50 Prozent Aktienanteil Ende 2014 deutlich schlechter ab als beispielsweise Australien mit einem ähnlich hohen Aktienanteil. Die Schweiz hatte mit 29 Prozent einen eher tiefen Aktienanteil. Auch wenn man einige Jahre weiter zurückgeht, hat sich an der Rangfolge der Länder bezüglich der Aktienquote nicht viel geändert. Dies wirft wiederum die Frage auf, welchen Einfluss die unterschiedliche Entwicklung der nationalen Finanzmärkte auf die Performance der Pensionskassen hatte.

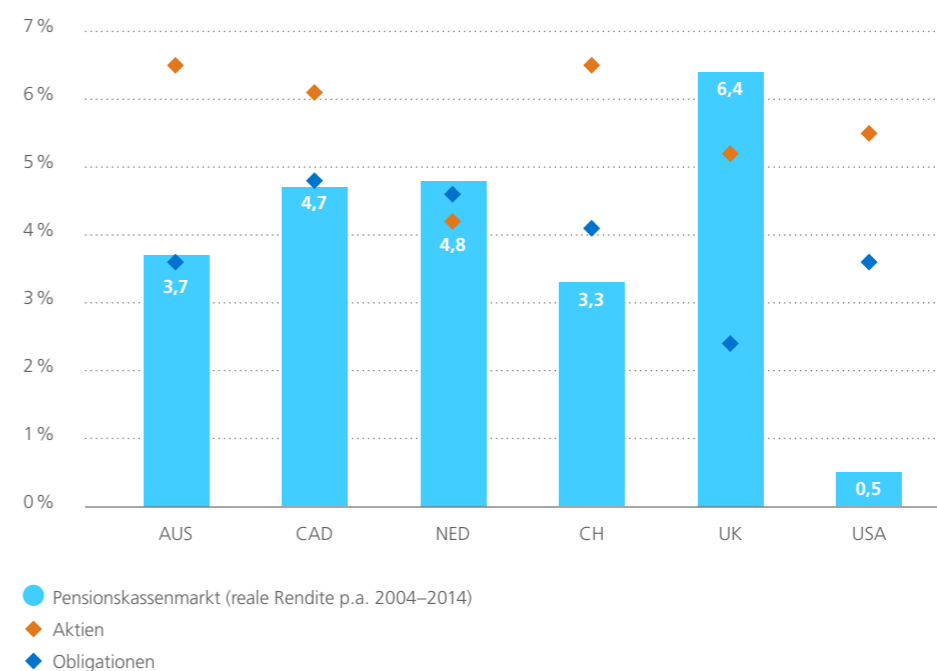
### 9.3 Entwicklung der Finanzmärkte und Performance

Die Abbildung 9.4 zeigt die zehnjährigen realen Renditen der Pensionskassen der betrachteten Länder und vergleicht diese mit den lokalen Aktien- und Obligationenmärkten. Auch hier sind einige Tendenzen ersichtlich. Die gute Aktienmarkt-Performance im Falle von Australien, Kanada, den Niederlanden und Grossbritannien wirkte sich positiv auf die Performance der Pensionskassen aus. Ausreisser sind wiederum die Schweiz und die USA. Trotz guter Aktien- und Obligationenrenditen in der Schweiz ist die Gesamtrendite tiefer als jene anderer Länder. Extremere ist diese Entwicklung noch in den USA als Schlusslicht in der Vergleichsgruppe. Trotz hohem

Aktienanteil und überdurchschnittlicher Performance hinkt der Pensionskassenmarkt der USA hinterher. Die Ursache für die tiefe Performance muss in anderen Anlageklassen zu finden sein.

Abb. 9.4

#### Vergleich reale Renditen auf Pensionskassen- und Finanzmärkten (10 Jahre)



Quelle: Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg, 2016

Die Rendite der Pensionskassen in Grossbritannien kann nicht allein über den Aktien- (rund 25 %) und Obligationenanteil (rund 35 %) in der Asset Allocation erklärt werden. Vielmehr waren es hier vermutlich alternative Anlageklassen (Immobilien, Hedge Fonds, Private Equity, Insurance Linked Securities) mit einer hohen Überschussrendite, die zu dieser Performance führten.

Analysen, die die einzelnen Alternativen-Anlagen-Märkte mit den jeweiligen Alternativen-Anlagen-Allokationen vergleichen, sind aufgrund schwieriger Datenlage nur schwer durchführbar. Die bisherigen Ausführungen zeigen aber, dass die relative Zusammensetzung von alternativen Anlagen im Portfolio einen bedeutenden Einfluss auf die Performance der nationalen Pensionskassen-Märkte haben muss.

# 10 Schlussfolgerung und Handlungsempfehlungen

## 1. Die Rendite aus der Vermögensverwaltung als 3. Beitragszahlerin nimmt bei der Sicherstellung der Vorsorgeleistung eine zentrale Rolle ein

- Der Finanzierungsbeitrag der Vermögensverwaltung zusätzlich zu den Arbeitnehmer- und Arbeitgeberbeiträgen erreichte über die letzten zehn Jahre annähernd 40 Prozent. Entsprechend wichtig ist die Sicherung einer effizienten und ertragsstarken Vermögensverwaltung.
- Die Erzielung einer risikogerechten Anlagerendite gehört zu den Faktoren, die weitgehend in der Kompetenz der Pensionskassen liegen. Es ist den Autoren dieser Studie ein Anliegen, sie in dieser Tätigkeit nachhaltig zu unterstützen.

## 2. Für Pensionskassen dürfte es schwer werden, die gewünschte Zielrendite mit traditionellen Anlagen auf lange Sicht zu erreichen

- Eine veränderte ökonomische Ausgangslage (u.a. stagnierendes Produktivitätswachstum und hohe Verschuldung) führt zu verminderten Rendite-Erwartungen.
- Auch die Verhältnisse an den Finanz- und Kapitalmärkten haben sich grundlegend verändert. Stichworte dazu sind Tiefzinspolitik und Dominanz der Zentralbanken in der Wirtschaftspolitik. Auf diese Herausforderung hat die Mehrheit der Pensionskassen bisher kaum reagiert. Ihre Portfolios haben sich seit den 80er-Jahren wenig verändert.
- Die Fortführung der bisherigen Renditebeiträge aus dem Finanzmarkt wird zur Herausforderung. Nötig ist deshalb die Bereitschaft, mittels neuer Anlageklassen und Anlageformen weitere Renditequellen zu erschliessen und damit auch Neuland zu betreten.

## 3. Die Anlagestrategie bestimmt weitgehend den Erfolgsbeitrag aus der Vermögensverwaltung

- Pensionskassen sind zum heutigen Zeitpunkt überwiegend nicht effizient investiert. Das heisst, sie könnten bei gegebenem Risiko eine höhere Rendite erzielen, respektive sollten geringere Risiken für die gleiche Rendite eingehen.
- Um das Renditepotenzial abzuschöpfen, muss der Stellenwert der Anlagestrategie als Haupttreiber für den Anlageerfolg und damit die Bedeutung der Festsetzung des Risiko/Rendite-Profiles einer Anlegerin besser berücksichtigt werden.
- Den Pensionskassen steht naturgemäss ein langer Anlagehorizont zur Verfügung, der trotz Asset-Liability-Restriktionen nicht durch übermässige Liquiditätsanforderungen eingeschränkt wird. Diese Tatsache ist in der Anlage zu nutzen.
- Deutlich relevanter als die Behinderung des Anlagehorizontes durch die Verpflichtungsseite erscheinen die heutige Deckungsgradanforderung sowie die vorgegebenen Fristen zur Behebung von Unterdeckungen. Sie beruhen auf politischen Vorgaben und sind nicht durch die Vorsorgeeinrichtungen beeinflussbar. Die Analyse zeigt, dass eine Erweiterung des Sanierungs-Zeitraums den Pensionskassen einen deutlich grösseren Spielraum bei der Nutzung von Anlagechancen geben würde.





#### 4. Der Stellenwert nichttraditioneller Anlagen wird unterschätzt

- Der verstärkte Einbezug von Anlageklassen über die traditionellen Kategorien hinaus zur Erhöhung der risiko-adjustierten Rendite (Sharpe Ratio) ist ein zentraler Bestandteil bei der Optimierung von Portfolios, insbesondere unter Berücksichtigung der gegebenen Kapitalmarkterwartungen.
- Zum heutigen Zeitpunkt behindern vor allem die verbreitete Skepsis, oft aber auch die mangelnde Transparenz, vermeintlich hohe Kosten sowie die fehlende Bereitschaft, sich mit nichttraditionellen Anlagen auseinanderzusetzen, einen stärkeren Einbezug solcher Anlagen.
- Die Berücksichtigung des wirtschaftlichen Verwendungszwecks kann neue Perspektiven beim Umgang mit nichttraditionellen Anlagen eröffnen. Dabei dient die Finanzierung eines Unternehmens über die üblichen Lebenszyklen als Grundlage: Während beispielsweise Eigenkapital zu Beginn und gegen Ende eines Lebenszyklus häufig privat bereitgestellt wird, erfolgt eine Finanzierung über kotierte Aktien vor allem zwischen diesen beiden Phasen. Der Verwendungszweck, Eigenkapital für das Unternehmen bereitzustellen, bleibt jedoch unabhängig vom Zeitpunkt der gleiche.

#### 5. Zur Umsetzung einer optimalen Anlagestrategie sind Anpassungen in den BVV2-Anlagevorschriften notwendig

- Die Umsetzung der in dieser Studie genannten Optimierungs-Empfehlungen setzt voraus, dass in einem ersten Schritt die heutigen Anlagevorschriften von den Vorsorgeeinrichtungen besser ausgenutzt werden.
- Darüber hinaus ist die Anpassung dieser Vorschriften ernsthaft zu prüfen, da sie mit der Anlagestrategie jener Pensionskassen, die ihren Anlagehorizont mit nichttraditionellen Anlagen zu erweitern beabsichtigten, im Grundsatz kollidieren. Vor allem die strategierelevanten BVV2-Artikel zu den Kategorienbegrenzungen müssen angepasst werden.

#### 6. Mehr Eigenverantwortung in Form der Prudent Investor Rule führt zu grösserem Freiraum, aber auch höheren Anforderungen

- Die bestehenden BVV2-Vorschriften erlauben auf Basis einer Begründung durch den Experten die Überschreitung der Limiten. Damit ist ein Freiraum gegeben, der in der Praxis jedoch wenig genutzt wird.
- Es ist unverkennbar, dass das bestehende System eine scheinbare Sicherheit für die verantwortlichen Organe bietet, die nur ungern aufgegeben wird.
- Es ist festzuhalten, dass sich die Verantwortung gegenüber den Destinatären nicht nur auf Risikoaspekte bezieht, sondern auch auf Opportunitäten.
- Deren Realisierung setzt letztlich die Abkehr vom bestehenden System mit Kategorien und Limiten voraus und den Ersatz durch die Definition von Verantwortlichkeiten, wie sie mit der Prudent Investor Rule festgelegt sind.
- Ein solcher Schritt hat unter anderem zur Folge, dass die Aufgaben für Stiftungsrat, Geschäftsführung und Anlageverantwortliche anspruchsvoller werden. Praktische Erfahrung und theoretische Kenntnisse und somit Aus- und Weiterbildung werden künftig noch wichtiger werden.

#### 7. Der Blick ins Ausland bestätigt die Erkenntnisse und bekräftigt die Handlungsempfehlungen dieser Studie

- Der Schweizer Markt der beruflichen Vorsorge rangiert mit seiner Rendite im hinteren Mittelfeld.
- Ein Blick auf die Allokationen zeigt, dass Schweizer Pensionskassen im Vergleich mit diesbezüglich ähnlichen Ländern viele Obligationen, jedoch relativ wenige Aktien halten.
- Bei den nichttraditionellen Anlagen sind die Schweizer Pensionskassen bei Immobilien klarer Spitzenreiter, während sie mit den übrigen nichttraditionellen Anlagen am unteren Ende liegen.
- Die Schweiz ist noch eines der wenigen Länder mit einer Restriktion für nicht-traditionelle Anlagen.
- Zumindest in der Tendenz und unter Berücksichtigung der eingeschränkten Vergleichbarkeit lässt sich der Nachteil des schweizerischen Anlagemodells gegenüber anderen Ländern nachweisen.

# •SwissBanking

Schweizerische Bankiervereinigung  
Association suisse des banquiers  
Associazione Svizzera dei Banchieri  
Swiss Bankers Association

Aeschenplatz 7  
Postfach 4182  
CH-4002 Basel

+41 61 295 93 93  
office@sba.ch  
[www.swissbanking.org](http://www.swissbanking.org)