



Stiftung Förderungs- und
Wissenschaftsplattform 2. Säule

Artikel 55 BVV 2: Abschaffen, flexibilisieren oder bleiben lassen?

Kurzgutachten
im Auftrag der Stiftung «Förderungs-
und Wissenschaftsplattform 2. Säule»

Autor: Prof. Dr. Jacques-André Schneider

Für die deutsche Version haben wir die Ausgangslage und die Schlussfolgerungen
übersetzt. Das vollständige Gutachten finden Sie auf der französischen Seite.

I. DER KONTEXT: NACHHALTIGER PARADIGMENWECHSEL AN DEN FINANZMÄRKTEN UND BEI DEN ANLAGEKATEGORIEN?

A. DIE FRAGESTELLUNGEN

1. Vorab muss die ausschlaggebende Frage beantwortet werden, ob wir gegenwärtig einen tiefgreifenden und nachhaltigen Paradigmenwechsel an den Finanzmärkten erleben, und zwar in verschiedener Hinsicht:
 - a. Da sind zuerst einmal die gegenwärtig sehr tiefen Zinsen, welche wohl in den westlichen Industrienationen angesichts der hoch verschuldeten Staatshaushalte und Zentralbanken auf diesem tiefen Niveau verharren werden. Bis zu einem gewissen Grad wird diese Entwicklung ausgeglichen durch die wachsenden Bedürfnisse an Finanzierungskrediten der Schwellenländer.
 - b. Daneben besteht das Phänomen der sinkenden Anzahl an börsenkotierten Unternehmen. Das Beispiel der Vereinigten Staaten ist hier vielsagend: In der Zeit von 1997 bis 2017 schrumpfte dort die Zahl der kotierten Unternehmen von 7'200 auf 3'600. Zwar ist die Gesamtkapitalisierung der in den USA an der Börse gehandelten Unternehmen prozentual zum BIP mehr oder weniger konstant geblieben. Dennoch ist dies das Zeichen einer zunehmenden Konzentration und folglich, einer geringeren Diversifikation. Die Schwellenländer und ihre Unternehmen sind ihrerseits stark gewachsen, jedoch nicht genug, um das Risiko einer geringeren Diversifikation aufwiegen zu können.
 - c. Und schliesslich muss festgestellt werden, dass die Banken und Versicherer nach der Krise von 2008 zunehmend unter Druck geraten sind und ihre Bedeutung als Finanzmittler stetig abnimmt. Dies führt zu einer gesteigerten Nachfrage nach Direktfinanzierungen und eröffnet den institutionellen Anlegern neue Möglichkeiten für Direktanlagen ausserhalb des Schweizer Immobilienmarkts.
2. Diese drei Tendenzen führen zu einer Aufweichung des traditionellen, auf die Portfolioallokation des institutionellen Anlegers anwendbaren Gestaltungs- und Regulierungsrahmens. Dieser beschränkt nämlich die Anlagen auf gewisse kotierte Anlagekategorien die wenig abwerfen und auf hohe Wertverluste anfällig sind, insbesondere beim Platzen einer Spekulationsblase. Bei Staatsobligationen (AA/AAA) wird diese Blase zudem noch von der sogenannten aufsichtsrechtlichen Reglementierung aufgepumpt und zwar nicht nur im Bereich der Privatversicherung, sondern auch, wenn nicht noch mehr, in demjenigen der zweiten Säule.
3. Hinzuzufügen wäre, dass der technische Zinssatz¹ von den Vorsorgeexperten aufgrund der Fachrichtlinie FRP 4 der Schweizerischen Kammer der Pensionskassen-Experten (SKPE) berechnet wird. Dieser errechnet sich aus dem Durchschnitt, der zu zwei Dritteln

¹ Diskontsatz (oder Bewertungssatz) zur Berechnung des Vorsorgekapitals und der technischen Rückstellungen, wie auch zur Bestimmung der Finanzierung einer Vorsorgeeinrichtung.

der durchschnittlichen Performance der letzten 20 Jahre (basierend auf dem BVG-Plus-Index von Pictet seit 2005 und auf dem BVG-25-Index von Pictet vor 2005) entspricht und zu einem Drittel mit der aktuellen Rendite zehnjähriger Bundesanleihen gewichtet wird. Das Resultat wird danach um 0.5% reduziert und das so erhaltene Ergebnis auf das nächstliegende Viertelprozent abgerundet.

Diese rein empirische, aufgrund dieser zwei Hauptkomponenten erstellte Formel, ist aber gemäss Graziano Lusenti, Dr. rer.pol. und eidg. dipl. Versicherungsmathematiker, völlig arbiträr und kaum zu rechtfertigen. Zudem ist er der Ansicht, die Verwendung des BVG-25-Plus-Indexes von Pictet widerspiegeln kaum die effektive Allokation der meisten Vorsorgeeinrichtungen weil er Obligationen (insbesondere in Schweizerfranken) sowie die Schuldner der öffentlichen Hand übergewichtet, während er Nominalanlagen (insbesondere Aktien) und Auslandsanlagen untergewichtet.²

Lusenti schätzt auch die Verwendung der Rendite von zehnjährigen Eidgenossen als problematisch ein: Nur wenige Vorsorgeeinrichtungen investieren hauptsächlich in diese Art von Anlagen, welche eine der unrentabelsten Anlagekategorien überhaupt ist. Zudem sind auch die zur Anwendung kommenden Vorsichts- und Rundungskriterien (Reduktion um 0.5%, Abrundung auf das nächstgelegene Viertelprozent) willkürlich.³ Demzufolge kommt er im Zusammenhang mit der gegenwärtigen Formel zur Berechnung des technischen Referenzzinses zum Schluss, dass diese Formel zu tiefe und unrealistische Werte ergibt, auch wenn es sich bloss um einen «*allgemeinen und vorsichtigen Richtwert*» handelt⁴.

4. Tatsache ist auf jeden Fall, dass die aus der FRP 4 entstehenden Vorgaben die Organe der Vorsorgeeinrichtungen zur Absenkung der technischen Parameter, insbesondere des Rentenwandlungssatzes, ermutigen. Auch Haftungsfragen spielen in diesem Zusammenhang eine Rolle.
5. Davon ausgehend entstanden zwei Gruppen von Abänderungsvorschlägen für Artikel 55 BVV2 mit Blick auf Anlagen in weniger liquide Privatmärkte⁵.

Erstere verlangt die Eingliederung gewisser Anlageklassen die momentan als *alternativ* gelten in die entsprechenden Direktanlagen in den Bereichen Aktien (nicht börsengehandelte Unternehmen), Immobilien (Infrastruktur) und Schuldner (insbesondere Private Equity).

Eine zweite, radikalere Gruppe zielt auf die gänzliche Aufhebung von Anlageklassen und Anlagelimiten ab und moniert stattdessen die Einführung einer *Prudent Investor Rule* nach angelsächsischem Vorbild, des sogenannten umsichtigen Anlegers.

² Graziano Lusenti : FRP 4, *Allocations des actifs et nouvel environnement des placements*. EPAS-Mise au point, 9. November 2016, S. 27.

³ Lusenti, a.a.O., S. 26.

⁴ Lusenti, a.a.O., S. 27.

⁵ Emmanuel GARESSUS : *Faut-il rester fidèle à la bourse ?* Le Temps, 3. Dezember 2018, S. 12

VII. SCHLUSSFOLGERUNGEN

110. Erweiterte Anlagemöglichkeiten im Sinne von Artikel 50 Abs. 4 BVV2, insbesondere die erweiterten Obergrenzen gemäss Artikel 53, 55 und 56 BVV2 hätten gewiss einen Entscheidungsprozess zur Folge, welcher inhaltlich den Vorgaben der *Prudent Investor Rule* entspräche. Aus dieser Sicht würde sich eine Änderung von Artikel 55 BVV2 zwecks Erweiterung der Anlagemöglichkeiten erübrigen. Unter Einhaltung der einschlägigen Sorgfaltspflichten für illiquide und/oder alternative Anlagen könnte somit eine Einrichtung ihre Anlagemöglichkeiten erweitern und so im Sinne der parlamentarischen Interventionen der jüngsten Vergangenheit sowie der Vorschläge der Schweizer Bankiervereinigung (SBVg) handeln.
111. So wie der Anlagenkatalog sich heute präsentiert werden die Renditeaussichten jedoch trotzdem (äusserst) bescheiden ausfallen, denn dieser bleibt ja die Hauptreferenz trotz der – unter Berufung auf die *Prudent Investor Rule* – möglichen Ausnahmen, auch was die Haftung der Organe anbelangt. Da ausserdem die reglementarische Rente (Art. 65d Abs. 3 BVV)⁶ und die Austrittsleistung⁷ ausser bei einer Unterdeckung im Falle einer Teilliquidation gewährleistet sein müssen, werden die Vorsorgeeinrichtungen stark dazu ermutigt, die für die Leistungsberechnung massgeblichen Zinssätze tief anzusetzen - insbesondere den Umwandlungssatz – um Ihre Haftbarkeit einzuschränken. Dies könnte tendenziell die Zielsetzungen der 2. Säule, und folglich ihre Glaubwürdigkeit, gefährden.
112. Tatsächlich birgt die Missachtung des formellen Sicherheitsgebots bei Anlagen infolge ungenügender Vorsicht bei den Anlageentscheiden ein Haftungsrisiko gemäss Artikel 52 und 56a BVG, insbesondere im Fall einer Insolvenz der Vorsorgeeinrichtung. Das Bundesgericht urteilt sehr streng in Sachen Haftung, wenn die betreffenden Organe es an der grundlegenden Sorgfalt fehlen liessen. Dabei ist der bestehende Bezugsrahmen schon dem alleinigen Gedanken einer Erweiterung der Anlagemöglichkeiten abgeneigt, da schon diese vom Gesetzgeber als risikoreicher erachtet wird als die strikte Beachtung der traditionellen Anlagekategorien und deren Limiten.
113. Im Grunde genommen können nur die sehr grossen Vorsorgeeinrichtungen, insbesondere die der grossen Finanzinstitute, erweiterte Anlagemöglichkeiten wahrhaftig umsetzen, so zum Beispiel die Endowments in den USA oder die grossen Pension Funds in den nordeuropäischen Ländern.

Die Organe solcher Vorsorgeeinrichtungen verfügen nämlich intern über das notwendige Knowhow zur Bewertung, Ausführung und Überwachung der illiquiden und/oder noch viel komplexeren Anlagen wie Infrastruktur und Private Equity.

⁶ BGE 143 V 444

⁷ BG, Entscheid 9C187/2017 vom 12. Juli 2017

Fehlen diese internen Ressourcen, so müssen die Vorsorgeeinrichtungen mit Hilfe kompetenter Fachleute externe Vermögensverwalter auswählen, welche gewissen Kriterien genügen müssen, angefangen bei der Beaufsichtigung durch eine unabhängige Aufsichtsbehörde bis zu ihrer ausgewiesenen Fähigkeit, solche Anlagestrategien mit der ausreichenden Wahrscheinlichkeit so umzusetzen, dass eine den eingegangenen Risiken und Kosten entsprechende Performance erzielt wird.

Dabei handelt es sich logischerweise um eine sogenannt aktive und nicht passive Vermögensverwaltung. Demzufolge schützt die sorgfältige Selektion des externen Vermögensverwalters die Einrichtung nicht unbedingt vor dessen Ineffizienz. Denn die qualitativ gute und transparente Verwaltung der alternativen Anlagen muss sich ja erst über eine längere Dauer erweisen, insbesondere durch eine zufriedenstellende risikobereinigte Performance.

In dem Zusammenhang stellt sich auch die Frage der Kosten und Transparenz solcher Anlagestrategien. Mit anderen Worten, die risikobereinigte Nettoperformance solcher Anlagen muss nach Abzug der Kosten einen ausreichenden Mehrwert ergeben, um ihren Einsatz zu rechtfertigen. Oft fehlt es hier der Vorsorgeeinrichtung am notwendigen Verhandlungsgeschick gegenüber dem externen Vermögensverwalter, so dass wiederum zusätzliche Kosten anfallen. Dies haben die früheren schlechten Erfahrungen mit zahlreichen Funds of Funds im Bereich *Hedge Funds* leider sattsam gezeigt.

114. In Anbetracht der zahlreichen Vorstösse von Parlament und SBV, welche zum Teil ins selbe Horn stossen, wäre es von Nutzen, wenn der Schweizerische Pensionskassenverband (ASIP) eine viel breiter angelegte Diskussion über die Good-Practice-Regeln für andere illiquide Anlagen als *Hedge Funds* anstossen könnte. Dabei müsste die treuhänderische Verantwortung der Vorsorgeeinrichtungen ebenso berücksichtigt werden wie die Tatsache, dass das oberste Führungsgremium einer Vorsorgeeinrichtung ein Milizorgan ist.

Die spezifisch im Bereich der 2. Säule zu erfüllenden Good-Practice-Regeln müssen definiert werden, um die direkte Eingliederung von heute noch als alternativ geltenden illiquiden Anlagen in die entsprechenden klassischen Anlagekategorien unter Berücksichtigung ihrer korrekten Bilanzierung, der Kosten, der Liquidität, der Transparenz und der Berechnung der risikoadjustierten Nettoperformance zu ermöglichen. Erst aufgrund solcher für Vorsorgeeinrichtungen üblichen Good-Practice-Regeln könnte anschliessend eine eventuelle Anpassung der bestehenden Regulierungen im Anlagebereich im Sinne einer Integration der illiquiden Anlagen in die entsprechenden klassischen Anlagekategorien anstelle einer Erweiterung der Anlagemöglichkeiten gemäss Artikel 50 Abs. 4 BVV2 geprüft werden.

115. Mit seinem kürzlich gemachten Vorschlag (siehe Buchstabe F., § 69 bis 73) zur Bildung einer neuen Anlagekategorie für nicht börsenkotierte Schweizer Unternehmen, verbunden mit deren Beschränkung auf etwa 5% der Gesamtanlagen,

sowie neuen Transparenzanforderungen, hat der Bundesrat lobenswerterweise einen konkreten Schritt in diese Richtung getan. Dessen Umsetzung könnte den Vorsorgeeinrichtungen die relativ unbeliebten Anlagen in nichtkotierte Unternehmen eventuell etwas schmackhafter machen⁸.

116. Hingegen empfehlen wir entgegen einer vom Bundesrat mehrfach geäusserten Ansicht die gänzliche Aufhebung eines Anlagenkatalogs und dessen mengenmässiger Beschränkungen nicht, haben doch diese für die Führungsorgane einer Vorsorgeeinrichtung eine wegweisende Funktion bei der Vermögensallokation. Vergessen wir nicht, dass die Pensionskassen, im Gegensatz zu vielen grossen in- und ausländischen Finanzinstituten, immerhin zwei schwere Finanzkrisen (2002 und 2008) ohne grössere Liquiditäts- und Solvenzprobleme überstanden haben.
117. Schliesslich könnten die Vorsorgeeinrichtungen auch noch ins Auge fassen, in diesen Bereichen selbst die Initiative zu ergreifen und entweder direkt oder zum Beispiel in Form von «Anlegerclubs» aufzutreten, um die durch Finanzmittler anfallenden Kosten zu senken und dadurch ihren hohen Erwartungen an ihre eigene Professionalität noch gerechter zu werden.

⁸ Werner GRUNDLEHNER : *Private Equity stösst nur auf zögerliche Gegenliebe*, NZZ, 9. November 2018, S. 33

Verfasser:

Jacques-André Schneider

Avocat

Docteur en droit

Professeur UNIL

Schneider Troillet

100 rue du Rhône

1204 Genf

+41 22 818 3000

www.schneider-troillet.ch

info@schneider-troillet.ch

Genf, Januar 2019