

# Schritt in die Zukunft oder Streit um des Kaisers Bart?

Der Anlagekatalog gemäss BVV 2 ist sowohl politisch wie auch innerhalb der Pensionskassenbranche umstritten. Würde eine Abschaffung zugunsten der Prudent Investor Rule einen Fortschritt bedeuten? Eine Diskussion um Sinn und Unsinn von Anlagelimiten und den richtigen Entwicklungspfad.

## Wie beurteilen Sie den Status quo der Anlageprozesse und -resultate der Schweizer Pensionskassen?

*Hanspeter Konrad:* Die Pensionskassen sind diesbezüglich gut unterwegs. Das belegen die Resultate der letzten Jahre. Die beiden Finanzkrisen 2002 und 2008 zeigen, dass Pensionskassen in hektischen Zeiten nicht überstürzt reagieren. Sie stützen ihre Anlagestrategien auf transparente Entscheidungsgrundlagen ab.

*Christian Dreyer:* Ich bin einverstanden, was die ruhige Hand angeht. Auch die generelle Positionierung und die Renditen lagen in der Vergangenheit im Bereich der Erwartungen. Die Frage ist, was heisst gut? Für institutionelle Anleger ist der massgebliche Benchmark, den Deckungsgrad zu halten und idealerweise zu verbessern. Das ist nicht gelungen. Was mir in der Schweizer Pensionskassenszene fehlt, ist der Vergleich mit den internationalen Best Practices in der Vermögensanlage.

## Sie wünschen sich, dass als Teil des eigenen Benchmarkings auch geschaut wird, wie man es im Ausland macht?

*Dreyer:* Genau. Diese Praktiken haben sich über die Jahre natürlich stark verändert, man hat international viel gelernt. Dieser Lernprozess findet in der Schweiz jedoch nicht statt. Die Praxis der Vermögensanlage stagniert.

*Konrad:* Seit der Strukturreform, bei der man hinsichtlich Governance auch auf Gesetzes- und Verordnungsebene einiges angepasst hat, stelle ich eine Entwicklung fest. Notabene sind ja auch Indizes und Benchmarks international ausgerichtet. Klar, bezüglich der Prozesse und hinsichtlich Good Governance kann man immer dazulernen. Aber ich sehe dies nicht als unmittelbaren, dringenden Handlungsbedarf für die Pensionskassen.

## Schauen die Kassen denn ins Ausland, ist der Wille da zu lernen?

*Konrad:* Die Bereitschaft ist sicher da, sich an internationalen Entwicklungen zu orientieren, wobei nicht alles Gold ist, was glänzt, auch im Ausland nicht.

## Sie sehen doch einiges Gold glänzen, das Schweizer Kassen noch nicht sehen, Herr Dreyer. Was könnte man vom Ausland lernen?

*Dreyer:* In der EU gilt per Richtlinie die Prudent Investor Rule und zwar eindeutig, nicht in vermischten, verwässerten Formen. Dasselbe gilt in den meisten anderen institutionell relevanten Märkten, auch in Kanada, das eine hochentwickelte Governance-Praxis hat, die aus Schweizer Perspektive viel zu wenig im Fokus des Benchmarkings ist.

## Können Sie skizzieren, was den Kern einer solchen unverwässerten Prudent Investor Rule ausmacht?

*Dreyer:* Man hat keinerlei Beschränkung der Anlagentätigkeit in Bezug auf irgendwelche Anlagevehikel. Selbstverständlich heisst dies in der Logik auch, dass irgendwelche Prozentquoten sowieso von Übel sind. Die Prudent Investor Rule beinhaltet ein starkes Prozessdenken. Angesichts der fundamentalen Unsicherheit der Kapitalmärkte kann niemand im Voraus wissen, was die richtigen Anlagevehikel sind. Aber man kann wissen, wie man sich am besten aufstellen sollte, um die Anlageziele erreichen zu können – dies mittels unternehmerischer Risikopraxis und im Verständnis der Charakteristika der verschiedenen Assetklassen, also der Risiken und Renditen. Dazu gibt es akzeptierte Best Practices.

## Eine absolute Offenheit des Anlageuniversums mit Fokus auf das Prozessdenken. Das klingt sehr anders, als das, was in der Schweiz verwurzelt ist.

*Konrad:* Wirklich? Ich glaube, bei genauer Betrachtung nicht. Unser Konzept mit BVG Art. 71 und den entsprechenden Verordnungsbestimmungen kommt dem Grundgedanken der Prudent Investor



**Hanspeter Konrad** ist Direktor des Schweizerischen Pensionskassenverbands ASIP. Konrad ist Rechtsanwalt und blickt auf eine grosse Erfahrung in verschiedenen Stiftungsräten zurück.



**Christian Dreyer** CFA ist Geschäftsführer von CFA Switzerland. Daneben ist er Mitglied des Vorstands der Innovation 2. Säule (IZS).

Rule doch relativ nahe. So ist darin beispielsweise die notwendige Abwägung bezüglich des Zielkonflikts zwischen Risiko und Rendite klar umrissen. Das traditionelle Diversifikationsgebot ist im Kern ebenfalls enthalten.

#### Und die Anlagelimiten?

*Konrad:* Natürlich, es gibt den Anlagekatalog mit den Prozentzahlen. Aber dank des Erweiterungsartikels besteht die Freiheit, die vorhandenen Anlageformen zu nutzen und die Limiten zu überschreiten, wenn man dies fachmännisch begründet. Vor diesem Hintergrund bin ich mir nicht sicher, ob die Diskussion um die Abschaffung der Quoten nicht ein Streit um des Kaisers Bart ist.

#### Sie hören es, Herr Dreyer. Die Schweiz ist gar nicht so weit weg von der Prudent Investor Rule.

*Dreyer:* Das ist immer die Reaktion aus der Schweizer Perspektive. Der Punkt ist grundlegend: Die Schweizer Regulierung ist hinreichend kompliziert, dass man immer wieder Möglichkeiten findet, um Teile der Prudent Investor Rule darin abzubilden. Aber dem Sinn und Geist der Prudent Investor Norm widersprechen die BVV 2, solange ein Erweiterungsartikel bemüht werden muss.

#### Wo liegt denn das Problem?

*Dreyer:* Das System von Limiten stellt in der gelebten Praxis ein «Nudging», ein Anschubsen dar, um mit dem Nobelpreisträger Richard Thaler zu sprechen. Mit Normen werden gewisse Verhaltensmuster angestossen, ohne sie explizit nennen oder vorschreiben zu müssen. In diesem Fall schiebt man damit die Gesamtheit der Pensionskassen in eine Richtung. Sie verhalten sich als Herde, ohne die Grundlagen ihrer Anlagetätigkeit zu reflektieren, wie es der Prudent Investor sollte.

#### Die Limiten sind also eine Einladung, sich in der Herde wie alle anderen zu positionieren.

*Konrad:* Das wird häufig so kolportiert. Eine solche Feststellung in dieser allgemeinen Form würde ich nicht unterschreiben. Dass es im Einzelfall allenfalls vorkommen kann, bestreite ich nicht.

*Dreyer:* Viele Einzelfälle machen eine Herde!

---

*«Dem Sinn und Geist  
der Prudent Investor Norm  
widersprechen die BVV 2,  
solange ein Erweiterungsartikel  
bemüht werden muss.»*

Christian Dreyer

---

#### Wäre es besser, den Anlagekatalog gleich ganz abzuschaffen, Herr Dreyer?

*Dreyer:* Im Prinzip, ja.

*Konrad:* Und dann soll es automatisch besser werden?

*Dreyer:* Es ist klar, dass man das nicht von einem Tag auf den anderen machen kann. Das Schweizer System als Ganzes, mit seinen Aufsichtsbehörden und Gerichten, ist noch nicht dort, um die Prudent Investor Rule effektiv und wirksam implementieren zu können. Daher: Stand heute können wir es nicht implementieren in der Stringenz, die erforderlich wäre. Aber das Ziel müsste sein, einen Evolutionspfad vorzuzeichnen und zu sagen, bis dann sollten wir für die Einführung bereit sein.

#### Und wieso der Wechsel?

*Dreyer:* Was ist denn der Zweck der beruflichen Vorsorge? Dieser Zweck muss im Hinblick auf das Anlagegeschäft sein, im Interesse der Versicherten die bestmöglichen Anlageergebnisse, also nicht nur Renditen, erzielen zu können.

#### Und die sind mit der Prudent Investor Rule erreichbar?

*Dreyer:* Genau. Zudem ist es eben auch so, dass ein regulatorisches Umfeld mit detaillierten Anlagequoten die Politik immer in Versuchung führen wird, politische Renditen für die jeweilige Klientel abzuschöpfen. Sprich über die Anlagevorschriften beispielsweise Standortförderung betreiben zu wollen.

*Konrad:* Diesbezüglich sind wir uns einig: Die Politik sollte sich aus der Anlagetätigkeit heraushalten. Die Verantwor-

tung tragen die Sozialpartner, die Führungsgorgane in den Pensionskassen.

#### Der Evolutionspfad müsste Richtung Prudent Investor Rule gehen, um die besten Anlageresultate erreichen zu können. Sehen Sie dies auch so?

*Konrad:* Nein. Herr Dreyer suggeriert, wie im Übrigen auch Swiss Banking, dass die Kassenverantwortlichen sich aktuell quasi zurücklehnen und lediglich nach dem Katalog investieren würden. Und wenn man diesen Katalog abschaffen würde, gäbe es noch bessere Anlageergebnisse. Der erste Teil ist eine nicht gerechtfertigte Unterstellung. Die zweite Aussage ist eine nicht belegbare Vermutung.

*Dreyer:* Wir haben andere Systeme, die wir beobachten können und deren Ergebnisse wir kennen. Natürlich ist ein Vergleich der Ergebnisse nicht einfach. Aber wenn ich beispielsweise das kanadische System beobachte, mit dem Ontario Teachers' Pension Plan (OTPP) und anderen, dann sehe ich, dass die langfristigen Ertragsersparungen dort wesentlich höher liegen als bei uns. Ich spreche hier von den Risikoprämienaufschlägen auf risikofreie Zinsen.

#### Kritiker sehen im Entwicklungspfad, den Sie anregen, vorwiegend Eigeninteressen von Anbietern. Erstens liefert ihnen die Abschaffung des Anlagekatalogs die Kassen noch stärker aus, wenn dort das Know-how nicht vorhanden ist, und zweitens läuft es darauf hinaus, dass in margenträchtigeren Produkten investiert wird, etwa in Infrastruktur oder Private Equity.

*Dreyer:* Das stimmt in der heutigen Konstellation. Wie gesagt, ich behaupte nicht, dass man der heutigen Struktur einfach das Prudent-Investor-Prinzip aufpfropfen könnte. Es braucht Voraussetzungen, um die Prudent Investor Rule effektiv zu implementieren. Nehmen wir das Beispiel Private Equity, das beim OTPP eine strategische Kernkomponente darstellt. Der OTPP hat massive eigene Ressourcen aufgebaut, weil die Verantwortlichen wissen, dass der Löwenanteil der Überschusserträge, die mit Private Equity erzielt werden können, in den gängigen Intermediärstrukturen von den General Partners abgeschöpft wird.

**Dazu braucht es Grösse. Ist es ein Teil dieses Evolutionspfads, dass in der Schweiz grössere Kassen entstehen, die mehr eigenes Know-how haben, dass es also eine Professionalisierung innerhalb der Kassen gibt?**

*Konrad:* Ich habe das Wort Professionalisierung nicht gerne. Dies wäre gleichzusetzen mit einer «Verberuflichung» der Führungsorgane. Im Fokus steht jedoch die Professionalität der Führungsorgane. Anstelle der Quotendiskussion sollte das Schwergewicht auf Prozesse gelegt werden und auf gute Governance, auf das Erarbeiten nachvollziehbarer Grundlagen. Wenn man den Prozess der Vermögensbewirtschaftung professionell aufgleist, ist die Quotenfrage letztlich sekundär.

**Ist denn dieser Prozess, diese Governance in den heutigen Kassenstrukturen optimal möglich?**

*Konrad:* Das glaube ich schon.

*Dreyer:* Das trifft zum Beispiel dort nicht zu, wo Überschussrenditen für den Investor gar nicht erhältlich sind, weil sie von den Intermediären abgeschöpft werden. Das ist nur dann zu verhindern, wenn man effektive «Make or Buy»-Entscheidungen treffen kann, man also nicht zwingend auf Intermediäre angewiesen ist. In der heutigen Struktur trifft dies auf 99.9 Prozent der Schweizer Kassen nicht zu, aus strukturellen Gründen.

**Was meinen Sie mit strukturellen Gründen?**

*Dreyer:* Es ist eine Frage der Ressourcen, die in Abhängigkeit zum verwalteten Vermögen stehen.

**Und wieviel Geld muss eine Kasse verwalten, um sich entsprechend aufstellen zu können?**

*Dreyer:* Der kanadische Professor Keith Ambachtsheer, eine Koryphäe im Pensionskassenbereich, setzte diese Zahl bei 50 Milliarden an.

**Ist es eine sinnvolle Zielsetzung, dass sich die Branche relativ schnell dorthin entwickelt?**

*Dreyer:* Ja.

*Konrad:* Nein. Es ist sicher nicht nur eine Frage der Grösse und der Struktur, wie man den Prozess «Vermögensbewirtschaftung» optimal definiert. Es gibt

---

*«Wenn man den Prozess der Vermögensbewirtschaftung professionell aufgleist, ist die Quotenfrage letztlich sekundär.»*

Hanspeter Konrad

---

kleine und mittelgrosse Kassen, die den Anlageprozess ebenso erfolgreich umsetzen.

**Ein Kollateralschaden der Entwicklung, die Sie, Herr Dreyer, aus Anlageoptik anregen, wäre, dass Sozialpartnerschaft und Milizsystem auf der Strecke bleiben.**

*Dreyer:* Die Frage ist meines Erachtens: Was ist der Zweck der beruflichen Vorsorge? Der Zweck der beruflichen Vorsorge kann nicht sein, eine gewachsene Struktur zu erhalten. Ihr Zweck ist, Kapital zu bilden, das den Destinatären ermöglicht, ihren gewohnten Lebensstil im Alter fortzuführen. Dann muss man sich fragen, was nach heutigem Wissen der beste Pfad ist, um an dieses Ziel zu gelangen.

**Das läuft darauf hinaus, dass Pensionskassen in erster Linie Asset Manager sind.**

*Dreyer:* Das Asset Management im Sinne des unternehmerischen Eingehens von Risiko zur Erzielung maximal möglicher Renditen ist eine von zwei wesentlichen Tätigkeiten. Das ist der Zweck, weshalb man überhaupt ein kapitalgebundenes Vorsorgesystem hat, die eigentliche Raison d'être der 2. Säule.

**Und die zweite Tätigkeit?**

*Dreyer:* Die andere Seite ist die Administration der Verpflichtungen, die Gestaltung und Verwaltung der Leistungen. Im Schweizer System geniesst diese Seite in den Diskussionen eine ungleich höhere Aufmerksamkeit. Die Anlagetätigkeit

rangiert «unter ferner liefen». Ich sehe hier ein verwalterisches Mindset anstelle eines unternehmerischen.

**Teilen Sie diesen Eindruck, Herr Konrad?**

*Konrad:* Nein. Im Fokus steht der Auftrag, möglichst optimale Leistungen zu generieren. Der sogenannte dritte Beitragszahler liefert dazu einen massgebenden Beitrag. Im Rahmen der Sicherstellung des langfristigen finanziellen Gleichgewichts werden beide Aspekte gleichwertig beurteilt. Der Anlageteil wird sicher nicht vernachlässigt.

*Dreyer:* Ich sage nicht vernachlässigen!

*Konrad:* Aber Sie sagen, man würde den dritten Beitragszahler zu wenig ernst nehmen, man müsste dort Korrekturen anbringen. Dies trifft nicht zu. Wenn man die Diskussionen in den Anlagekommissionen und Anlageausschüssen verfolgt, so erkennt man, dass dort hart gerungen und nach innovativen Lösungen gesucht wird.

*Dreyer:* Immer im Rahmen der gegebenen Strukturen.

*Konrad:* Ja, aber die sind gar nicht so schlecht. |

**Interview: Kaspar Hohler**

**Fotos: Claudio Zemp**

Limites de placement

# Pas toucher, étendre ou supprimer?

Le catalogue des placements énumérés dans l'OPP 2 divise les esprits, dans la politique de même qu'au sein de la branche de la prévoyance professionnelle. Serait-ce un progrès si ce catalogue était aboli en faveur de la Prudent Investor Rule? Condensé d'un débat entre Hanspeter Konrad (ASIP) et Christian Dreyer (CFA Switzerland).

Konrad souligne d'emblée que les caisses de pensions n'ont pas à rougir de leur comportement de placement: les résultats qu'elles ont livrés ces dernières années étaient plus que corrects et elles ont bien surmonté les crises financières de 2002 et 2008. Dreyer suggère que les résultats suisses devraient être mesurés à l'aune de benchmarks internationaux. Selon lui, la Suisse a tendance à se fermer aux évolutions internationales, «la pratique du placement de fortune stagne».

Konrad ne partage pas cette analyse, il pense que les caisses suisses n'ont aucune réticence à s'inspirer des évolutions internationales, mais que même à l'étranger, «tout ce qui brille n'est pas or».

## Or ou pas?

Dreyer vante la Prudent Investor Rule comme un progrès que la Suisse pourrait s'approprier. Cette règle dit «qu'aucune limite n'existe pour aucune activité de placement, ni aucun véhicule de placement». Dans cette logique, les quotas tels que prescrits par l'OPP 2 n'ont pas leur place. L'approche est celle d'une forte concentration sur les processus. Des «Best Practices» se sont en outre mises en place qui peuvent servir de repères aux investisseurs.

Pour Konrad, l'art. 71 LPP qui autorise les placements plus étendus confère aux caisses de pensions la liberté nécessaire. Il estime que «dans le fond, le système suisse est relativement proche de la Prudent Investor Rule».

Dreyer le contredit: «L'OPP 2 est contraire à l'esprit de la Prudent Investor Rule tant qu'il faudra recourir à un article étendant les possibilités de placement». Dans la pratique vécue, les limites ont l'effet d'un «nudging» – autrement

dit, «on encourage certains schémas de comportement avec les normes sans devoir les prescrire explicitement». On pousse ainsi les caisses de pensions à un comportement grégaire, les fondements de l'activité de placement ne sont pas suffisamment réfléchis.

## Genèse et évolution de la Prudent Investor Rule

Pour Dreyer, l'objectif doit être l'abolition définitive du catalogue des placements, mais pour que ce soit faisable, certaines conditions devront d'abord être réalisées: «Le système suisse dans son ensemble avec ses autorités de surveillance et ses tribunaux n'est pas encore au point de pouvoir implémenter la Prudent Investor Rule de manière effective et efficace. Il faut d'abord tracer, puis s'engager sur la voie qui permettra d'évoluer pour atteindre cet objectif.

Konrad conteste l'utilité d'un tel objectif. D'après lui, Dreyer suggère quasiment «qu'à l'heure où nous sommes, les responsables des caisses dorment sur leurs deux oreilles et se contentent d'investir en suivant le catalogue», tout comme il laisse entendre que si le catalogue était supprimé, on obtiendrait des résultats meilleurs sur les placements. «La première partie est une insinuation injuste. La deuxième affirmation une vague hypothèse impossible à prouver».

Dreyer réplique que des exemples tels que le Canada permettent de penser que sous le régime de la Prudent Investor Rule, les attentes de rendement ont tendance à monter sur le long terme. «Je ne prétends pas qu'il suffise de greffer le principe du Prudent Investor sur la structure existante», insiste-t-il. Pour atteindre le résultat espéré, il faudrait d'abord que

les caisses de pensions acquièrent le savoir-faire nécessaire à l'interne pour s'affranchir, par exemple dans le domaine illiquide, des intermédiaires qui écumant la part du lion des rendements. Et il poursuit que pratiquement toutes les caisses suisses n'ont actuellement pas la taille nécessaire, puisqu'une caisse opérationnelle sur ce principe devrait disposer d'un volume de placement de quelque 50 milliards.

Cette discussion conduit automatiquement à la question de savoir si la consolidation et la professionnalisation invoquées sont vraiment des objectifs judicieux pour le 2<sup>e</sup> pilier en Suisse. Oui, répond Dreyer, car c'est le seul moyen de dégager un rendement maximal en faveur des assurés, ce naturellement en tenant compte des risques. Pour Konrad, les caisses suisses font déjà très bien leur travail. Et il est convaincu que même dans une structure de milice, il est tout à fait possible de garantir un processus de placement professionnel et une bonne gouvernance. |

**Kaspar Hohler**