

# Zur Anlagestrategie einer Pensionskasse

## Aufgaben und Verantwortung des Stiftungsrates

Von Giuseppe Benelli und Thomas Stucki\*

Die zweite Säule der Alterssicherung befindet sich in der Schweiz immer noch im Aufbau, hat doch die Bilanzsumme der rund 13 700 in diesem Bereich tätigen Vorsorgeeinrichtungen gemäss einer kürzlich publizierten Erhebung des Bundesamtes für Statistik (vgl. NZZ Nr. 8) von 1987 bis 1992 um 56% auf 257 Mrd. Fr. zugenommen. Der Sicherheit der entsprechenden Anlagen von Pensionskassen, welchen rund 3,4 Mio. aktive Versicherte angeschlossen sind, kommt deshalb eine weitreichende Bedeutung zu. Da einzelne Pensionskassen in letzter Zeit in diesem Zusammenhang für negative Schlagzeilen gesorgt haben, äussern sich die Autoren im nachstehenden Artikel über die Anforderungen, welche das Bundesgesetz über die berufliche Vorsorge (BVG) an den Stiftungsrat solcher Gremien stellt. (Gl.)

Dem Stiftungsrat kommt bei einer Pensionskasse eine zentrale Rolle zu. Gemäss Art. 55 BVG ist er für die Überwachung der Geschäftsführung verantwortlich, bei der er per Gesetz von einer unabhängigen Revisionsstelle unterstützt wird. Zudem sieht das Gesetz vor (Art. 52 BVG), dass «alle mit der Verwaltung, Geschäftsführung oder Kontrolle der Vorsorgeeinrichtung betrauten Personen für den Schaden verantwortlich sind, den sie ihr absichtlich oder fahrlässig zufügen». Daraus abgeleitet wird viel von der Haftung von Stiftungsräten bei allfälligen Verlusten der Kasse gesprochen, welche als diffuses Gespenst im Hintergrund viele Entscheide begleitet und beeinflusst. In der bisherigen Praxis war es jedoch schwierig bis unmöglich, den Beweis einer solchen absichtlichen oder fahrlässigen Schadenverursachung zu erbringen. Dies dürfte sich in den nächsten Jahren ändern. Auch wenn nicht mit einer Klage gegen Stiftungsräte zu rechnen ist, werden die Entscheide der entsprechenden Gremien zunehmend kritischer beurteilt.

### Drei Aufgabenbereiche

Einzelne Verfahren gegenüber Stiftungsräten wurden 1994 eröffnet. Hinzu kommt, dass die Ansprüche der Berechtigten nicht kleiner werden. Die Bereitschaft, diese mit Lohnabzügen zu finanzieren, nimmt jedoch ab. Nachdem die Mutationsgewinne zur Überbrückung von Finanzierungslücken auch nicht mehr im bisherigen Ausmass zur Verfügung stehen, nimmt der Druck zu, aus den Anlagen einen höheren Finanzierungsbeitrag zu erhalten. Eine höhere Rendite muss aber mit einem höheren Risiko erkaufte werden, was nicht ungefährlich ist, wenn die Reserve-situation der Kasse dies nicht zulässt und die Kasse über kein geeignetes Kontrollinstrumentarium auf der Anlagenseite verfügt. Die BV2-Richtlinien alleine sind für die Risikokontrolle ungeeignet, wie verschiedene empirische Untersuchungen gezeigt haben. Die Gestaltung der Anlageorganisation darf deshalb nicht dem Zufall überlassen werden. Im Folgenden soll deshalb aufgezeigt werden, wie ein Stiftungsrat die Anlagenseite der Kasse effizient organisieren kann und welche Punkte besonders zu beachten sind.

Die Aufgaben des Stiftungsrates auf der Anlagenseite lassen sich in drei Bereiche unterteilen: Festlegen der Anlageorganisation, Festlegen der zu befolgenden Anlagestrategie und Festlegen der Kontrollmechanismen.

### Interne und externe Lösungen

Beim Aufbau der Anlageorganisation stellt sich die Frage, welche Bereiche intern, d. h. meist innerhalb des mit der Kasse verbundenen Unternehmens, aufgebaut und welche Bereiche extern zur Bearbeitung vergeben werden. Dabei spielen die Verfügbarkeit von eigenem Know-how und eigenen Ressourcen eine wichtige Rolle. Die interne Lösung kann und soll nur gewählt werden, wenn die dazu notwendigen Mittel verfügbar sind. Ein «Outsourcing» einzelner Bereiche oder gar der gesamten Kassenverwaltung (administrativ und anlagepolitisch) bietet grosse Vorteile, wenn die notwendigen Voraussetzungen für eine effiziente und kompetente «In-House»-Lösung nicht gewährleistet sind. Häufig wird das Kostenargument gegen die externe Vergabe verwendet. Ein «Outsourcing» muss aber nicht teurer sein als die Eigenverwaltung, wenn die eigenen Kosten und die durch die Entlastung freiwerdenden Kapazitäten vollumfänglich berücksichtigt werden. Daneben ist die Überwachung und Kalkulation der für die Kassenverwaltung anfallenden Kosten bei einer externen Lösung meistens wesentlich einfacher, da mit fixen Beträgen oder Kostenansätzen gearbeitet wird.

Der Stiftungsrat braucht sodann eine Stelle, die ihn bezüglich der einzuschlagenden Anlagestrategie berät und ihm die entsprechenden Vorschläge unterbreitet. Er kann damit einen externen Berater oder den eigenen Pensionskassenverwalter beauftragen. Wichtig ist, dass der Stiftungsrat die Strategie beeinflussen kann und dass er die für die Entscheidung notwendigen Unterlagen erhält und versteht. Die zu verfolgende längerfristige Anlagestrategie muss aus der Verpflichtungsseite und aus der Reservesituation der Kasse abgeleitet werden. Die künftigen Leistungsansprüche der Mitglieder sowie deren Finanzierung bestimmen die minimale Rendite, welche mit den Anlagen erreicht werden muss. Darauf aufbauend kann das Risikoniveau ermittelt werden, welches die Kasse zur Erzielung dieser Mindestrendite einzugehen hat. Zuletzt ist zu überprüfen, ob die Reservesituation der Kasse dieses Risiko überhaupt zulässt. Ist dies nicht der Fall, müssen auf der Finanzierungs- oder Leistungsseite entsprechende Anpassungen vorgenommen werden.

Die strategische «*Asset Allocation*», welche zu rund 80% die Performance der Anlagen bestimmt, sollte vom Stiftungsrat beschlossen werden, da er den Überblick über die Situation der Aktiven und Passiven hat. Die *kurzfristige* taktische Über- und Untergewichtung einzelner Anlagekategorien und Märkte kann dem Portfolio-Manager überlassen werden. Der Stiftungsrat hat lediglich die Rahmenbedingungen abzustecken, damit er das Risiko der Anlagen steuern kann. Auf Titelebene hat sich der Stiftungsrat auf die Formulierung von Qualitätsanforderungen zu beschränken. Die Diskussion, ob in die Aktien einer bestimmten Gesellschaft investiert werden soll, gehört nicht auf die Traktandenliste eines Stiftungsrates.

### Controlling im Mittelpunkt

Aus dem Entscheid über die zu verfolgende Strategie erfolgt die *Auftragserteilung* an den oder die Portfolio-Manager, die für die Umsetzung der Ideen des Stiftungsrates verantwortlich sind. Hier stellt sich erneut die Frage, ob die Vermögensverwaltung dem eigenen Kassenverwalter oder über Verwaltungsmandate externen Managern anvertraut wird. Eine Aufteilung des Vermögens auf *verschiedene Manager* bietet grosse Vorteile. Unter anderem ergibt sich eine Diversifikation der Meinungen, und es kann eine *Wettbewerbs-situation* geschaffen werden, wenn verschiedene Manager unter gleichen Anlagerichtlinien gegeneinander gemessen werden. Die dem oder den Portfolio-Managern auferlegten Richtlinien und «*Benchmarks*» müssen dem Stiftungsrat die Möglichkeit geben, die Anlagen in die gewünschte Richtung zu steuern, ohne dass gleichzeitig der Manager bevormundet wird und seine eigenen Fähigkeiten nicht mehr zum Wohle der Kasse einbringen kann. Eine vorgegebene «*Asset Allocation*» auf Marktebene mit definierten Bandbreiten, innerhalb welchen der Manager die Märkte über- bzw. untergewichten kann, erlaubt die Kombination von *Risikokontrolle und Freiraum-gewährung* am besten.

Dem *Anlage-Controlling* kommt im Rahmen des Asset Managements eine entscheidende Bedeutung zu. Sämtliche Theorien über Diversifikation und Rendite-/Risikoverhältnis nützen nichts, wenn der Stiftungsrat über kein geeignetes *Kontrollsystem* verfügt. Es ist das Instrument, welches ihm die Entscheidungsgrundlagen zur finanziellen Steuerung der Risiken in die Hand gibt. Für den Aufbau eines Controlling-Systems steht im Vordergrund: «Das Controlling muss darüber Auskunft geben, ob sich die Pensionskasse auf dem *gewünschten Kurs* befindet.» Auch beim Controlling gilt der Grundsatz des abnehmenden Grenzertrages. Es lohnt sich nicht, die hinterste und letzte Position in den Depots zu kontrollieren. Vielmehr muss dem Stiftungsrat ein *Kontrollbericht* vorgelegt werden, der ihm erlaubt, mittels konzentrierter Angaben die Übersicht über die Situation der Kasse zu erhalten und allfällige Problemsituationen rechtzeitig zu erkennen. Er muss sich auf Bereiche beschränken, die für die Entwicklung des Vermögens, die Erfüllung der künftigen Leistungen der Kasse und die Beurteilung

der Leistung der Manager wichtig sind, wie z. B. die Performance der einzelnen Manager relativ zum «*Benchmark*» oder die Risiken der einzelnen Portefeuilles relativ zum Risiko des «*Benchmark*». Dieser Punkt ist sehr wichtig, insbesondere bei einer performance-abhängigen Entschädigungsstruktur. Die Erfolgsbeteiligung gibt den Portfolio-Managern den Anreiz, die Risiken in den Portefeuilles zu erhöhen, um bei einer guten Marktentwicklung eine grössere Erfolgsbeteiligung zu erhalten. Von einer negativen Entwicklung des Marktes werden sie dagegen weniger direkt betroffen.

### Unabhängige Kontrolle

Wichtig ist sodann die Einhaltung der Anlagerichtlinien (Bonitäten, Bandbreiten, usw.) sowie eine Kurzanalyse der *Qualität der Anlagen*, wobei vor allem auf Anlagen geachtet werden muss, welche risikomässig eine potentielle Gefahr bedeuten. Ausser bei Bonitätsmängeln (Obligationen) und qualitätsmässigen Bedenken (Aktien) oder bei einer Verletzung der Richtlinien ist auf einzelne Titelkritik möglichst zu verzichten. Schliesslich muss der Stiftungsrat der Konsolidierung des Gesamtvermögens die nötige Beachtung schenken. Für das Controlling muss eine *unabhängige Meinung* eingefordert werden. Es empfiehlt sich nicht, das Controlling durch den Verwalter der Gelder vornehmen zu lassen. Dies ist kein Mangel an Vertrauen, sondern ein Gebot der Sicherheit.

Das vorgestellte Modell für den Aufbau der Anlageorganisation gibt dem Stiftungsrat die Möglichkeit, die für das Wohlergehen der Kasse und damit für die Sicherung der heutigen und künftigen Leistungsansprüche der Kassenmitglieder notwendigen *Entscheide auf eine effiziente Art* zu treffen. Es erlaubt ihm, die Eckdaten der Anlagepolitik abzustecken und deren Einhaltung, aber auch deren Eignung für die Entwicklung der Kasse zu kontrollieren. Dadurch kann er die Anforderungen, die das BVG an dieses Gremium stellt, erfüllen und mit einem ruhigen Gewissen der weiteren Entwicklung an den Finanzmärkten und im regulatorischen Bereich der Kassen entgegensehen.

\* Die Verfasser sind bei der Bank Leu AG (Zürich) tätig: G. Benelli ist als Mitglied der Direktion Leiter des Bereichs Finanzanalyse und Portfolio-Management und T. Stucki Leiter der Portfolio-Beratung.