

## SOZIAL & SICHER

# Jagd nach Performance und Rendite

### Kapitalanlagen der Pensionskassen



*Die Pensionskassen haben in jüngster Zeit vermehrt in Aktien investiert und teilweise stark vom Börsenboom profitiert. Die Sicherheit wird aber weiterhin grossgeschrieben.*

Von **Verena Thalmann**

Die Schweizer Pensionskassen haben im vergangenen Jahr schätzungsweise rund 20 Milliarden Franken an der Börse verdient. Die Versicherungskasse der Stadt Zürich allein erzielte einen Gewinn von rund einer Milliarde Franken. Phantastische Erfolgsmeldungen dieser Art haben in jüngster Zeit das Interesse auf die Pensionskassen und deren Anlagepolitik gelenkt. Die Erträge auf den Sparkapitalien sind ein wichtiger Erfolgsfaktor; sie steuern etwa ein Drittel der Einnahmen bei.

#### Attraktive Aktien

Bei den Pensionskassen liegt ein rechter Teil des Volksvermögens. Sie verwalteten 1996 Kapitalien von rund 350 Milliarden Franken; heute dürften es gegen 400 Milliarden sein. Bei der Anlage der Gelder hatten sie lange – ähnlich wie die AHV – vor allem auf «mündelsichere» Papiere und Immobilien gesetzt, obwohl sie dazu nicht gezwungen gewesen wären. Die gesetzliche Verordnung räumt zwar der Sicherheit der Gelder in den Anlagezielen den Vorrang ein, doch sind die

Bestimmungen recht liberal. Sie lassen beispielsweise einen Anteil von 50 Prozent in Aktien zu (30 Prozent Schweiz, 20 Prozent Ausland, vgl. Grafik).

Diese Möglichkeit ist erst in jüngster Zeit stärker genutzt worden. Die Aktien machen jetzt einen Fünftel des Vermögens aus. Ihr Anteil verdoppelte sich in nur wenigen Jahren, was allerdings auch mit dem steigenden Kurswert zusammenhängt. Die Obligationen gingen zurück, machen aber mit 30 Prozent immer noch den grössten Teil der Anlagen aus. Abgenommen haben auch die Investitionen in Liegenschaften und Grundstücke; sie betragen rund 15 Prozent. Beim Arbeitgeber sind noch knapp 13 Prozent der Gelder angelegt – der Grossteil davon bei öffentlichen Körperschaften. Zugenommen (auf 11 Prozent) haben die indirekten Kapitalanlagen bei Anlagestiftungen und -fonds. Das Bundesamt für Statistik führt dies auf die steigenden Anforderungen an die Vermögensverwalter zurück.

#### Mindestzinssatz: 4 Prozent

Die Pensionskassen sind von Gesetzes wegen verpflichtet, ihre Sparkapitalien mit mindestens 4 Prozent zu verzinsen. Damit sollte im langjährigen Mittel ungefähr die Inflation ausgeglichen werden. Was in früheren Jahren mickrig aussah, ist heute angesichts der tiefen Rendite der festverzinslichen Wertpapiere gar nicht mehr so selbstverständlich. Dies dürfte der Hauptgrund sein, weshalb viele Pensionskassenverantwortliche ihre Skepsis gegenüber den Aktien abgelegt haben, die langfristig gesehen die besseren Erträge versprechen.

Um ihren Erfolg zu messen, verwenden die Pensionskassen zwei Begriffe, die al-

lerdings nirgends klar definiert sind: Performance und Rendite. Unter Performance versteht man normalerweise den Ertrag und die Wertveränderung der Anlagen. Sie macht alle Kursschwankungen mit. Die Rendite stellt dagegen den ausgewiesenen Ertrag einer Pensionskasse dar – das, was sie wirklich verdient hat.

In einer Umfrage, die von der Robeco-Bank (Genf) initiiert wurde\*, haben 172 Pensionskassen ihre Performance über die Jahre 1992–1996 beziffert. Die Hälfte nannte 8–11 Prozent, der Durchschnitt betrug 9 Prozent. Daneben gab es starke Ausschläge nach oben und unten (vgl. Grafik). Thomas Kraus, Investment Consulting Group, St. Gallen, schrieb dazu, die 9 Prozent «liegen zwar im Zielkorridor», scheinen aber – relativ zu den strategischen Vorgaben – eher tief. Zur Rendite, die bei der Mehrheit der befragten Kassen 5–8 Prozent beträgt (vgl. Grafik), äusserte er sich nicht. Hingegen merkte er an, die erhobenen Daten seien im Grunde zu wenig aussagekräftig, um eine wirklich seriöse Beurteilung zu erlauben.

#### Rendite im Vordergrund

Zuständig für die Anlagepolitik einer Pensionskasse ist der Stiftungsrat. Er hat die Strategie zu entwerfen und die Umsetzung zu kontrollieren. Nach einem eisernen Grundsatz dürfen Risiken nur soweit eingegangen werden, als dafür auch Reserven zur Verfügung stehen. Denn je grösser die Renditeaussichten, desto grösser ist in der Regel auch das Risiko. Zudem existieren die Gewinne ja zunächst vorwiegend auf dem Papier (Performance). Bei einer Kurskorrektur der Wertschriften – erst recht bei einem Bör-

sensturz - werden die Reserven benötigt, um den gesetzlichen Mindestzinssatz zu garantieren.

Als «erstaunlich» wird im Kommentar die Tatsache beurteilt, dass ein Drittel der befragten Pensionskassen über ungebundene Reserven von über 10 Prozent verfügt. Diese Gelder sollten - wenn die nötigen Rückstellungen gemacht sind - verteilt werden, damit alle Versicherten davon profitieren. Ein Teil der Pensionskassen hat denn auch mit Börsengewinnen die Leistungen verbessert (Teuerungszulagen, vorzeitige Pensionierung), während andere vorübergehend die Beiträge gesenkt oder sogar ganz gestrichen haben. Über die Verwendung der ungebundenen Mittel kann der Stiftungsrat frei entscheiden.

Die meisten der befragten Pensionskassen äusserten übrigens die Absicht, in Zukunft noch vermehrt in Aktien zu investieren. Damit liegen sie im internationalen Trend. In den USA beispielsweise sind die Pensionskassenguthaben sogar mehrheitlich in Aktien angelegt.

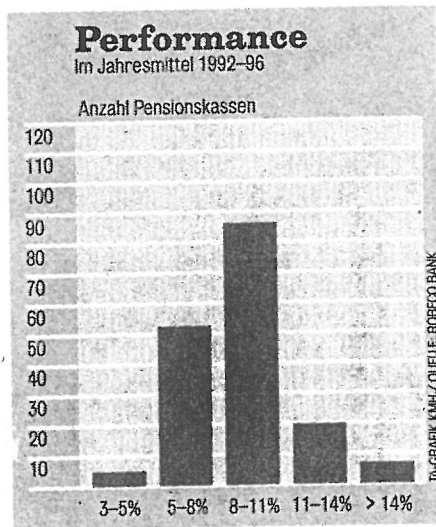
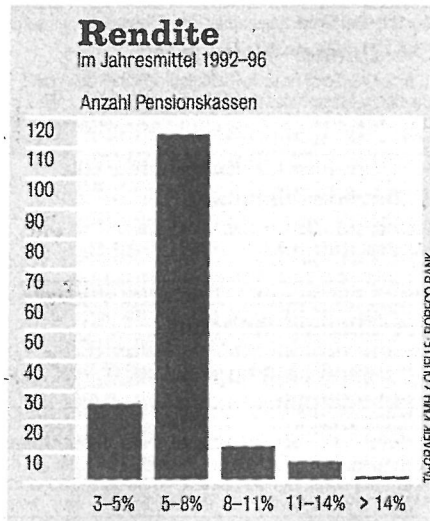
**Jobkiller?**

Man wirft den Pensionskassen gelegentlich vor, sie bevorzugten an der Börse die Firmen mit hoher Rendite und förderten dadurch indirekt den Stellenabbau. Martin Ebners BZ-Gruppe hat diese Strategie mit den von ihr verwalteten Pensionskassengeldern im grossen Stil praktiziert. Sie versuchte gar, die Kontrolle über die UBS zu bekommen und sie auf wenige hochprofitable Geschäftsbereiche zu trimmen. Die wenigsten Pensionskassen haben von ihrer Grösse her eine solche Macht - noch wenn sie wollten. Aber auch für sie dominiert im Alltagsgeschäft das Streben nach guten Erträgen. Das hat die erwähnte Umfrage bestätigt: Rendite und Sicherheit stehen bei der Anlagestrategie klar im Zentrum. Ihre Aktionärsrechte nehmen die meisten Pensionskassen nur sporadisch wahr. Und nur eine kleine Minderheit richtet ihre Politik auch auf nichtfinanzielle Kriterien aus, wie Ethik und Ökologie.

Solche Überlegungen gewinnen allerdings langsam an Boden. Schon früher gab es vereinzelt Stiftungsräte, die beispielsweise keine Investitionen in Südafrika zulassen; heute werden teilweise Kernkraftwerke oder die Gentechnologie gemieden. Darüber hinaus gibt es eine Reihe von ernsthaften Ansätzen, um die Anlagemacht der Pensionskassen stärker mit sozialer Verantwortung und nachhaltiger Entwicklung zu verknüpfen. Vermehrt diskutiert wird auch die Frage, wieweit Pensionskassen junge Firmen im Aufbau mit Risikokapital unterstützen können.

*Auf die Aspekte Ethik und Ökologie werden wir in dieser Serie zurückkommen.*

\* Pensionskassenanlagen 1997. - Bilanz/Robeco/Schweizer Personalvorsorge.



# Missbräuche und Manipulationen unterbinden

*Der Verhaltenskodex gegen Missbräuche im Umgang mit Pensionskassengeld fand bisher wenig Sukkurs.*

Front-Running nennt man Operationen, bei denen ein Pensionskassenverwalter parallel zum offiziellen Mandat Geschäfte auf eigene Rechnung tätigt. Er kauft einen bestimmten Aktientitel, bevor er auf Rechnung der Kasse massiv in das gleiche Papier investiert. Erfolgt der Kauf zeitgleich, spricht man von Parallel-Running. Mit Insiderwissen können so Aktienkurse zum eigenen Nutzen bewegt werden. Gelegentlich kommt die Versuchung auch von aussen: So soll die BZ-Bank den ihr zugetanen Pensionskassenverwaltern im Gegenzug für bestimmte Beteiligungen persönliche Vorteile verschafft haben, wie der Wirtschaftsjournalist Jörg Becher berichtet hat.

Auch Rudolf Rechsteiner weist in seinem neuesten Buch\* auf heikle Machenschaften hin. Bezogen auf die Gesamtsumme der Vermögenswerte in der zweiten Säule sei es bisher jedoch nur selten zu betrügerischen Manö-

vern gekommen, stellt er gleich darauf beruhigend fest. Die Selbstkontrolle der Branche, die im Schnitt bessere Bruttorenditen erwirtschaftete als Privatanleger, sei auf weiten Strecken intakt. Das System sei aber naturgemäss Risiken ausgesetzt, die unter anderem durch ein gesetzliches Verbot von Insiderpraktiken eingegrenzt werden sollten. Ein freiwilliger Kodex genüge nicht.

Mit einer solchen Selbstregulierung möchte die Branche dem geplanten Finanzdienstleistungsgesetz zuvorkommen. Aufgeschreckt hatte sie auch eine internationale Umfrage bei Finanz-Analysten und Portfoliomanagern: Mehr als ein Viertel der Befragten wollte in den letzten 12 Monaten beobachtet haben, dass Kollegen gegen ethische Berufsgrundsätze verstiessten. Ein Fünftel der Befragten gab an, dass Vorgesetzte von ihnen verpönte Handlungen erwarteten oder sie dazu anregten. Dabei ging es oft um Insiderhandel,

Im Mai 1997 wurde der Verhaltenskodex in Zürich vorgestellt. Er erklärt Eigengeschäfte als missbräuchlich, wenn die Wertschriften weniger als sieben Tage gehalten werden. Klar untersagt wird auch das Front- und das Parallel-Running. Eigengeschäfte in gleichen Titeln wie die Pensionskasse dürfen erst 24 Stunden später erfolgen. Die Rege-

lung ist eher mild: Ein amerikanischer Verwalter muss sieben Tage warten. Will er die Papiere wieder gewinnbringend verkaufen, muss er sich 60 Tage gedulden, während der Schweizer Kodex nur eine Wartezeit von 24 Stunden vorschreibt.

Obwohl der angesprochene Kreis recht gross ist – neben dem Pensionskassenpersonal auch Stiftergremien, Vermögensverwalter, Versicherungen, Banken, Experten und Berater –, wurde der Kodex innert eines Jahres nur von rund 200 Personen unterzeichnet. Offenbar sei der Kreis der betroffenen Verantwortlichen grösser als angenommen, bemerken die Initianten in

---

«Kurssteigerungen über Nacht haben zu Eigengeschäften verführt.»

INITIANTEN DES KODEX

---

ihrem Fachorgan vielsagend. Und weiter: «Die notorischen Kurssteigerungen über Nacht», früher vor allem bei japanischen Wandelanleihen und in den letzten Jahren hauptsächlich bei Optionen auf stillgelegten Aktien, haben offensichtlich vielfach zu Eigengeschäften verführt. Dies dürfte in zahlreichen Fällen der Grund zur vorläufigen Ablehnung des Kodex sein.»

Nach Auskunft von Hans Wirz, einem der Initianten, wird demnächst eine neue Fassung des Kodex veröffentlicht. Er soll nun nicht mehr von Einzelpersonen, sondern von Pensionskassen und Firmen unterzeichnet werden. Sie verpflichten sich gleichzeitig, dass die Einhaltung des Kodex durch die externe Kontrollstelle überprüft wird. Der Kodex selbst wurde «von einigen Details entlastet», die von den Unterzeichnenden selbst zu regeln sind. Dazu gehört beispielsweise die Frage, wie lange man einen Titel halten muss, bevor er wieder verkauft werden darf. Die Trägerschaft übernimmt der neu gegründete Schweizerische Pensionskassenverband. (vth)

\* Sozialstaat Schweiz am Ende? Unionsverlag, 1998.