

ANLAGESTIFTUNGEN: INVESTIEREN NACH BVV 2 UND ASV

Ungünstig abgestimmte Vorschriften erschweren das Investieren nach BVG und dessen Verordnungen

Die Anlagevorschriften der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2) und der Verordnung über die Anlagestiftungen (ASV) schränken Anlagestiftungen zu stark ein. Sie sind wenig aufeinander abgestimmt. Die ASV ist zudem konzeptionell falsch aufgesetzt. Eine Revision erscheint notwendig. Doch auch bei der BVV 2 besteht Handlungsbedarf.

1. ANLAGEVORSCHRIFTEN DER BVV 2

Den Anlageexperten von Pensionskassen und Anlagestiftungen fällt die verantwortungsvolle Aufgabe zu, eine Anlagestrategie zu entwickeln, die nach Art. 71 BVG Risiko und Ertrag sowie den voraussehbaren Bedarf an liquiden Mitteln berücksichtigt. Pensionskassen und Anlagestiftungen, die BVG-Gesamtlösungen anbieten, müssen zudem drei «Hauptvorschriften» aus der BVV 2 berücksichtigen. Dies sind die Vorschriften zur Asset Allocation (Kategorienbegrenzung nach Art. 55 BVV 2), zur Diversifikation (Einzelpositionenbeschränkungen nach Art. 54 ff. BVV 2) und zur Qualifikation der Anlageinstrumente (nach Art. 53 BVV 2 etwas unglücklich gewählte Terminologie «Zulässige Anlagen»). Entgegen der in der BVV 2 gewählten Reihenfolge werden die Anlageverantwortlichen einer Pensionskasse bei ihrem Investitionsprozess jedoch nicht mit der Qualifikation der Anlageinstrumente (Art. 53 BVV 2) beginnen, sondern zuerst die Asset Allocation (Art. 55 BVV 2) bestimmen, dann die Diversifikation (Art. 54 ff. BVV 2) berücksichtigen und erst danach die Qualifikation der Anlageinstrumente prüfen (Art. 53 BVV 2). *Abbildung 1* zeigt die Abhängigkeiten von Anlagevorschriften für Vorsorgeeinrichtungen und Anlagestiftungen visualisiert auf.



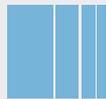
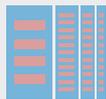
ROLAND KRIEMLER,
MLAW UZH,
BSC ZFH,
GESCHÄFTSFÜHRER
KGAST, ZÜRICH

2. REVISIONSBEDARF BEI ANLAGEVORSCHRIFTEN FÜR ANLAGESTIFTUNGEN

Anders als bei den Pensionskassen, die lediglich die BVV-2-Anlagevorschriften einzuhalten haben, gelten für Anlagestiftungen seit dem 1. Januar 2012 zusätzliche Anlagevorschriften aus der ASV. Bei der Verordnungsgebung blieb aber grösstenteils unberücksichtigt, dass Anlagestiftungen nur zum geringeren Teil als Gesamtlösungslieferanten für kleinere Vorsorgeeinrichtungen auftreten. Lediglich rund 10% der von Anlagestiftungen verwalteten Assets sind Gesamtlösungen in Form von BVG-Mischvermögen. Nur bei solchen BVG-Gesamtlösungen müssen folgerichtig die BVV-2-Anlagevorschriften vollständig eingehalten werden (siehe rechte Spalte in *Abbildung 2*). 90% der Anlagegruppen sind lediglich Bausteine (im Sinne von Modulen) für Pensionskassen, die ihre Asset Allocation selber vornehmen. Bei solchen Bausteinlösungen rechtfertigt sich eine Vermischung der Anlagevorschriften aus BVV 2 und ASV nicht (mittlere Spalte der *Abbildung 2*, rechts). Eine Vermischung führt lediglich zu einem ungerechtfertigt eingeschränkten Anlageuniversum und höheren Kosten. Leider sind aber gemäss ASV auch auf Bausteine undifferenzierte Diversifikationsbestimmungen anzuwenden. Solche vermischende Vorschriften müssen als konzeptionell falsch bezeichnet werden. Nach einem konzeptionell richtigen Ansatz müssten Anlagegruppen lediglich sicherstellen, dass eine Anlage auf Stufe Pensionskasse nicht zu einer Verletzung der BVV-2-Anlagevorschriften führt (mittlere Spalte der *Abbildung 2*, links). Anlagegruppen als Bausteine müssten konsequenterweise nur die Vorschriften bezüglich Qualifikation von Anlageinstrumenten («zulässige Anlagen») einhalten, nicht jedoch bezüglich Diversifikation («Einzelpositionenbeschränkungen»). Wendet man die für Vorsorgeeinrichtungen erlassenen «Einzelpositionenbeschränkungen» sowohl auf Ebene Pensionskasse als auch auf Ebene Anlagestiftung an, führt dies in gewissen Bereichen zu einer unzumutbaren, aber von der ASV

Abbildung 1: ABHÄNGIGKEITEN VON ANLAGEVORSCHRIFTEN FÜR VORSORGEINRICHTUNGEN UND ANLAGESTIFTUNGEN

- 1. Art der Anlage (Kategorienbegrenzung nach Art. 55 BVV 2)
- 2. Diversifikation (Einzelpositionenbeschränkungen nach Art. 54, 54a, 54b, 56, 57, 58 BVV 2)
- 3. Qualifikation der Anlageinstrumente (zulässige Anlagen nach Art. 53 BVV 2)

Anlage-Hauptvorschriften	Anlagedimension	Auswirkung auf Gesamtvermögen
1. Art der Anlage (Kategorienbegrenzungen) Maximal z.B.: 50% Obligationen 25% Aktien 15% Immobilien 10% Alternative Anlagen	↔	
2. Diversifikation (Einzelpositionenbeschränkungen) Maximal: 10% Schuldner 5% Gesellschaft 5% Einzelliegenschaft 5% Anlagen bei Arbeitgeber (n.a. bei AST)	+ ↕	
3. Qualifikation Anlageinstrumente (zulässige Anlagen) Qualifikation von zulässigen: Obligationen Aktien Immobilien Alternativen Anlagen	+ ↗	

fälschlicherweise geforderten Doppeldiversifikation (Abbildung 2, mittlere Spalte rechts). Immerhin sind nicht alle Anlagekategorien gleichermaßen von den konzeptionell man-

«Der Fokus auf detaillierte, strikte Anlagebeschränkungen kann zu einer Scheinsicherheit führen.»

gelhaften ASV-Vorschriften betroffen. Bei den Anlagevorschriften für Immobilien und alternative Anlagen wurden bis zu einem gewissen Mass auch in der ASV die Besonderheiten von Anlagegruppenlösungen berücksichtigt. Dennoch wurde auch hier nicht in letzter Konsequenz unterschieden, ob eine Anlagestiftung Bausteine oder Gesamtpaketlösungen verkauft.

3. REVISIONSBEDARF AUCH BEI BVV-2-ANLAGEVORSCHRIFTEN

Die Anlagevorschriften der BVV 2 sind heute mehr denn je detailliert geregelt. Die Vorschriften werden ohne grosses Wenn und Aber von allen Anspruchsgruppen akzeptiert. Doch wie sinnvoll sind Vorschriften, welche die Aufteilung des Gesamtvermögens jeder einzelnen Pensionskasse bis in die Details vorgeben? Der Fokus auf detaillierte, strikte Anlagebeschränkungen (von denen zwar unter Auflagen abgewichen werden darf) kann zu einer Scheinsicherheit führen. Danach bewegt man sich in einem Umfeld der absoluten Sicherheit (die jedoch gar nicht gegeben ist), solange man die Limiten der BVV 2 nicht überschreitet. Im Vertrauen auf die

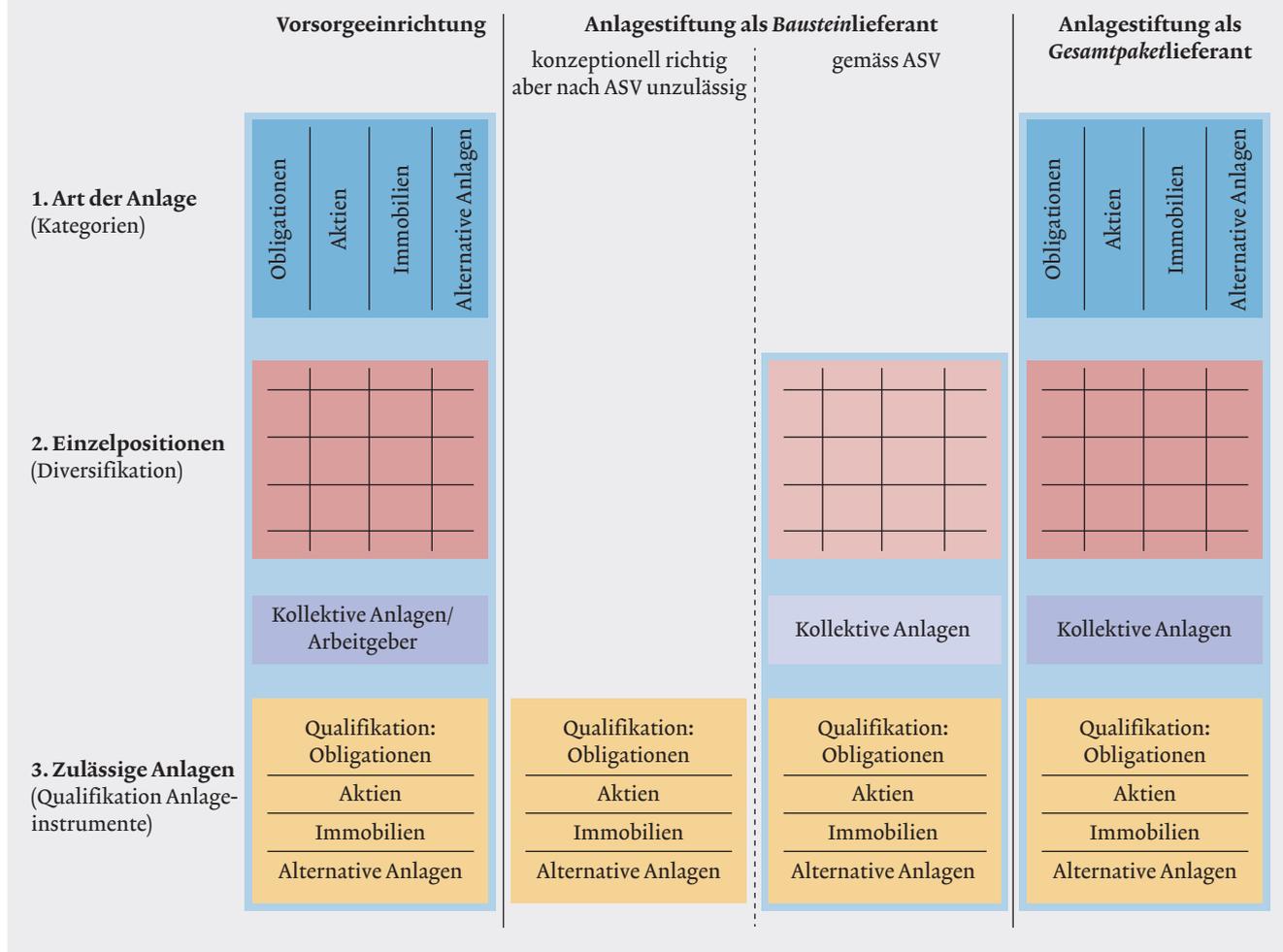
Einhaltung der strengen Vorschriften rückt damit die Rentabilität in den Hintergrund. Es stellt sich deshalb die Frage, ob man den Anlageexperten beim Verwalten der Vermögen nicht vermehrt vertrauen und einen grösseren Spielraum zugestehen, sie dafür aber verstärkt kontrollieren sollte. Solche Fragen wurden schon in den frühen 1980er-Jahren vor dem Erlass der BVV 2 in den eingesetzten Expertenkommissionen behandelt. Man wollte den Pensionskassen grosse Freiheiten hinsichtlich Anlagen und Anlageprozessen lassen, sie jedoch für ihr Handeln in die Pflicht nehmen – entsprechend dem «prudent man rule»-Ansatz [1]. Die Einführung dieses Konzepts in der BVV 2 hätte jedoch bereits bestehende, ausgereifte Reportingprozesse vorausgesetzt. Schliesslich entschied man sich für strengere Anlagevorschriften mangels genügender Kontrollprozesse und aufgrund der ungenügenden Transparenz bei den damaligen Pensionskassen. Denn die «prudent man rule» verlangt eine hohe Transparenz bei den Anlagen und den Anlageprozessen sowie eine vertiefte Kontrolle der Governance. Adäquate Transparenz

«Vermischende Vorschriften müssen als konzeptionell falsch bezeichnet werden.»

und Kontrollmechanismen bestanden 1985 jedoch nicht in genügender Weise. Der Entscheid, die Anlagevorschriften deshalb strenger zu gestalten, war die logische Konsequenz.

In den Jahren nach Inkrafttreten der BVV 2 und speziell seit Beginn der Diskussionen zur Strukturreform Anfang bis

Abbildung 2: **EINZUHALTENDE ANLAGEVORSCHRIFTEN BEI VORSORGE-EINRICHTUNGEN UND ANLAGESTIFTUNGEN**



Mitte der 2000er-Jahre erliess man Vorschriften zu Verantwortung, Controlling und Reporting oder verschärfte die bestehenden Bestimmungen dazu (Abbildung 3). Ein solches Regelwerk ist Voraussetzung, um den «prudent man rule»-Ansatz einzuführen. Speziell bei den BVV 2 Änderungen, die

«Aufgrund der nicht abgestimmten Verschärfungen bewegen sich Pensionskassen heute in einem zunehmend enger werdenden Rahmen mit eingeschränkten Entscheidungskompetenzen und höheren Kosten.»

per 1.1.2009 in Kraft traten, wurde kolportiert, man habe vermehrt den «prudent man rule»-Ansatz in die Verordnung eingebracht und habe bewusst den Weg des «sowohl als auch» eingeschlagen (sowohl detaillierte Anlagevorschriften als auch den «prudent man rule»-Ansatz in die BVV 2 auf-

genommen). Konkret wurden der Anlagekatalog und die Anlagebegrenzungen nicht nur beibehalten, sondern unzweckmässigerweise noch differenzierter geregelt. Gleichzeitig wurden Eigenverantwortung und Vorsichtsprinzip im Sinne der «prudent man rule» verschärft. Bei den BVV-2-Änderungen in den Jahren 2012 und 2014 wurden sodann weitere Bestimmungen, welche Verantwortung und Vorsichtsprinzip regeln (Abbildung 3), eingeführt oder noch enger gefasst. Darüber hinaus wurden 2014 die Anlagevorschriften weiter verschärft.

Mit dem heute bestehenden Instrumentarium zu Controlling, Reporting, Transparenz und Governance wären die Voraussetzungen für die Einführung des «prudent man rule»-Ansatzes vorhanden. Ein echter Schritt Richtung «prudent man rule» ist bis heute jedoch ausgeblieben. Hingegen geht das Verschärfen sämtlicher BVV-2-Vorschriften in allen Bereichen weiter, losgelöst von Überlegungen zur Notwendigkeit oder Zweckmässigkeit. So werden alle Schrauben (Vorschriften zur Anlage, Transparenz, Kontrolle und Governance) konstant angezogen, ohne sich zu fragen, ob bei einer Verschärfung der einen Bestimmung nicht eine andere gelockert werden könnte (oder müsste). Aufgrund der nicht abgestimmten Verschärfungen bewegen sich Pensionskas-

Abbildung 3: **NEUE UND VERSCHÄRFTE BVV-2-VORSCHRIFTEN HINSICHTLICH ANLAGE**
seit 2004

Jahr der Einführung/Änderungen	Governance Verantwortung übernehmen	Controlling messbar machen	Reporting offenlegen
1985	Regelungsbereiche bereits ab 1985: Sicherheit und Risiko (Art. 50 BVV 2), Ertrag (Art. 51 BVV 2), Liquidität (Art. 52 BVV 2), Zulässige Anlage (Art. 53 BVV 2), Begrenzungen einzelner Anlagen (Art. 53 BVV 2), Kategorienbegrenzungen (Art. 55 BVV 2), Kollektive Anlagen (Art. 56 BVV 2), Derivate (Art. 56a BVV 2 später) und Arbeitgeberanlagen (Art. 57 BVV 2)		
2004	Transparenz (Art. 48b und c BVV 2)	Swiss GAAP FER 26 (Art. 48 BVV 2) Verwaltungskosten (Art. 48a BVV 2)	
2005	Loyalität der Verantwortlichen (Art. 48 BVV 2) Führungsaufgabe (Art. 49a BVV 2) (erstmalig 1. 7. 1996 geregelt)	Vermögensvorteile (Art. 48 BVV 2) Anforderungen an Vermögensverwalter (Art. 48 BVV 2)	Interessenskonflikte (Art. 48 BVV 2)
2009	Führungsverantwortung (Art. 49a BVV 2)	Sicherheit und Risiko (Art. 50 BVV 2) Zulässige Anlagen (Art. 53 BVV 2) Begrenzung einzelner Schuldner (Art. 54 BVV 2) Begrenzung Gesellschaften (Art. 54a BVV 2) Kategorienbegrenzung (Art. 55 BVV 2) Kollektive Anlagen (Art. 56 BVV 2) Derivate und Arbeitgeberanlagen (Art. 56a/57 BVV 2)	
2012	Integrität und Loyalität (Art. 48ff. BVV 2)	Verwaltungskosten (Art. 48a BVV 2) Anforderungen an Geschäftsführung und Vermögensverwaltung (Art. 48ff. BVV 2) Abgabe Vermögensvorteile (Art. 48ff. BVV 2)	Transparenz (Art. 48b BVV 2) Interessenskonflikte (Art. 48ff. BVV 2) Rechtsgeschäfte mit Nahestehenden (Art. 48ff. BVV 2) Eigengeschäfte (Art. 48ff. BVV 2) Offenlegung (Art. 48ff. BVV 2)
2014		Anforderungen an Geschäftsführung und Vermögensverwaltung (Art. 48f BVV 2) Sicherheit und Risiko (Art. 50 BVV 2) Zulässige Anlagen (Art. 53 BVV 2) Ausländische Pfandbriefe (Art. 55a BVV 2)	
Legende: Governancebestimmungen Anlagevorschriften			

sen heute in einem zunehmend enger werdenden Rahmen mit eingeschränkten Entscheidungskompetenzen und höheren Kosten. Konsequenterweise sollte man eine Schraube etwas lösen, nämlich jene der Anlagevorschriften. Damit würde man den Pensionskassen mehr Anlagespielraum verschaffen und dadurch erhielte der «Dritte Beitragszahler» wieder eine wichtigere Funktion, wie sie ihm schon bei der BVG-Einführung zuteil wurde. Der «prudent man rule»

würde damit nach über 40 Jahren zum Durchbruch verhelfen. ■

Anmerkung: 1) Bei der «prudent man rule» soll nicht einfach die absolute Sicherheit im Zentrum stehen. Sicherheit, Rentabilität und Liquidität sollen zusammenspielen und an einem gleichschenkligen Dreieck ausgerichtet sein. Auch soll nicht nur jedes einzelne Investment vertieft auf Zweckmässigkeit und Zulässigkeit geprüft werden. Das gesamte Portfolio soll als Ganzes auf einen optimalen Nutzen ausgerichtet werden. Dadurch können die Möglichkeiten des Anlagemarkts dynamischer und innovativer genutzt werden mit dem Ziel, ein verbessertes Rendite-Risiko-Profil zu erreichen.