

Vom Umgang mit kollektivem Vermögen

1. Einer oder mehrere Skandale?

Ein Sturm der Entrüstung fegte im Sommer 2006 durch das Schweizerland, als die Fusion zweier Banken zum Gegenstand einer von den Medien wollüstig betriebenen Kampagne wurde. Die Mechanik der Fusion wird noch von Gerichten zu beurteilen sein, weil sich ein Minderheitsaktionär benachteiligt fühlt. Obschon der Ausgang dieser rechtlichen Auseinandersetzung ziemlich offen ist, hat etwas anderes schon stattgefunden: die Vorverurteilung der einen Partei durch die Öffentlichkeit. Eine neue und insgesamt erfolgreiche Bank wurde dabei geschlossen und ein vielleicht etwas zu raffinierter Unternehmer in Grund und Boden gestampft. Es ist eben in dem Land, wo Durchschnittlichkeit die höchste Tugend ist, besonders einfach, Neid und Eifersucht gegen Emporkömmlinge zu entfachen.

Weil die von ihm verwaltete Pensionskasse in die Bankenfusion involviert gewesen war, geriet dann der Anlagechef der PK einer Industrieunternehmung ebenfalls in den Medienstrudel. Zwar erfreut sich die betreffende Kasse mit einem Deckungsgrad von über 140 Prozent einer robusten finanziellen Gesundheit, und die Destinatäre müssten ihrem Vermögensverwalter eigentlich fast zu Dank verpflichtet sein, dass er für sie über Jahre hinweg eine Anlagerendite von deutlich mehr als 10 Prozent erzielen konnte. Doch was die Öffentlichkeit mehr interessierte und schwer erschütterte, waren die privaten Verhältnisse des Managers: Sein Vermögen war nämlich, wie die findigen Journalisten aufdeckten, innerhalb von weniger als 20 Jahren auf satte 68 Millionen Franken angewachsen. So etwas darf es doch für einen letztlich einfachen Angestellten nicht geben – Skandal!

Skandal? Gemach. Völlig unmöglich sind solche Vermögensentwicklungen nämlich nicht, höchstens unwahrscheinlich. Nehmen wir einmal an, der Mann hätte anfangs 1992, aus welchen Gründen auch immer, einen Anfangsbestand von 2 Millionen Franken gehabt. Diesen Betrag hätte er

sodann, weil er felsenfest an den Anstieg der Aktienkurse glaubte, nicht nur zu hundert Prozent, sondern mit einem Leverage von nochmals 50 Prozent, an der Schweizer Börse angelegt, und er wäre im Jahr 2000 rechtzeitig aus- und im Jahr 2003 wieder rechtzeitig eingestiegen. Helseher aller Helseher, hätte er also alles völlig richtig gemacht (soviel zum Thema „unwahrscheinlich“...). Sein Vermögen würde sich dann auf heute 60 Millionen Franken belaufen, was nicht so weit vom offengelegten Betrag entfernt ist. Die effektiven Verhältnisse lagen zwar mutmasslich schon ziemlich anders, aber ganz unmöglich ist eine solche Vermögensvermehrung eben trotzdem nicht, und *insofern* wäre auch in diesem Falle einem Mitbürger aus Neid und aus Unkenntnis Unrecht widerfahren, das kaum mehr gutgemacht werden kann.

Die Unwahrscheinlichkeit wundersamer Vermögensvermehrung führt dazu, dass nebst Neid und Unkenntnis durchaus *berechtigtes Missbehagen* gegenüber der Art und Weise bestehen muss, wie Pensionskassen- und damit eben nicht eigenes, sondern Drittvermögen in unserem Lande verwaltet wird. Die Involvierung von Pensionskassen in eher undurchsichtige Übernahmetransaktionen, namhafte Aktienengagements in Hochrisikoobjekte, eine auffällig hohe Involvierung von Pensionskassen bei Börsengängen (IPOs), unsaubere Submissionspraktiken im Liegenschaftsbereich, Kommissionszahlungen verschiedenster Art, indirekte Vorteilsgewährung und grosszügige Geschenke an Auftraggeber – es gibt der Symptome für einen realexistierenden Sumpf zu viele, als dass man einfach achselzuckend zur Tagesordnung übergehen dürfte.

Bei früherer Gelegenheit (Anlagekommentar Nr. 243) haben wir darauf hingewiesen, dass die Schweiz, ganz im Gegensatz zu ihren Nachbarn Deutschland, Frankreich und Italien, durch die Existenz eines namhaften Pensionskassenvermögens über einen nicht zu unterschätzenden strategischen Vorteil im Hinblick auf die demographischen Herausforderungen kommenden Jahrzehnte verfügt. Island, Irland, England, die Niederlande, Norwegen und, eben, die Schweiz sind die einzigen Länder in Europa, de-

ren alternde Bevölkerung im Ruhestand nicht praktisch ausschliesslich auf Umlagegelder der (schrumpfenden) aktiven Generation angewiesen ist, sondern vielmehr einen Teil ihres Lebensunterhalts aus angehäuften Kapitalien und deren Ertrag bestreiten kann. Die Governance dieses strategischen Vorteils ist deshalb von herausragender Bedeutung. Es kann nicht gleichgültig sein, welche unerwünschten Wirkungen und Nebenwirkungen die Verwaltung dieses riesigen Geldvermögens in unserer Gesellschaft nach sich zieht. Anzeichen von kleinerer oder auch grösserer Korruption wären verheerend, denn sie würden – was sich übrigens schon abzeichnet – eine noch weitergehende Veradministrierung dieses Teils des Volksvermögens bewirken. Noch weniger gleichgültig kann eine strukturell bedingt ungenügende Rendite sein, denn bei Pensionskassenvermögen handelt es sich um extrem langfristige Anlagen; jedes Promille Renditeverlust hat einen Zinseszinsseffekt in Milliardenhöhe zur Folge.

Wir wollen in diesem Anlagekommentar eine möglichst gründliche Aufarbeitung der Thematik vornehmen. Dabei wird sich herausstellen, dass die historisch und politisch bedingte Struktur unserer betrieblichen Vorsorge weit weg vom durchaus denkbaren Idealtypus ist und deshalb jede Menge von unerwünschten Ineffizienzen als Rahmenbedingungen hingenommen werden müssen. Die Ineffizienzen werden durchaus auch immer wieder Skandale produzieren oder, falls man diese rigoros zu verhindern versuchte, teure Kontrollinstanzen erfordern, was selbstverständlich Renditeeinbussen nach sich ziehen würde. Es geht deshalb unter anderem auch darum, inwieweit man sich den Strukturen entziehen kann, um damit, auf privater Ebene wenigstens, einen Teil der Renditeeinbussen aufzufangen. Nebenbei werden wir aber auch noch zeigen, dass der erwähnte Pensionskassenverwalter seinen Beruf verfehlt hat. Er müsste Hedge Fund-Manager sein. Dann hätte man ihn in Ruhe gelassen und nicht seine Megavilla im Kanton Thurgau vom Helikopter aus fotografiert.

2. Die unselige Grille

Was ist eine Pensionskasse, was ist Pensionskassenvermögen? Die übliche, gesellschaftspolitisch motivierte Antwort in der Schweiz würde etwa lauten: Pensionskassen sind durch Arbeitgeber und Arbeitnehmer paritätisch geäuftete und getragene, vom Staat kontrollierte Vermögen mit dem Ziel einer auf Solidarität beruhenden Rentenversicherung. Die ökonomisch fundierte Antwort würde etwas anders ausfallen: Eine Pensionskasse ist eine Institution zur Eintreibung

und Verwaltung von Zwangssparbeiträgen mit dem Ziel, den Destinatären einen nach leicht veränderbaren Regeln bestimmten und von politischen Instanzen beeinflussbaren Betrag bei Eintritt in den Ruhestand in Form einer solidarischen Rentenversicherung oder einer Kapitalauszahlung zur Verfügung zu stellen. Das steuerprivilegierte Zwangssparen erfolgt zwingend über den jeweiligen Arbeitgeber, dem auch paritätische Mitbestimmung in den Gremien der Kasse zukommt.

Die Erkenntnis, dass es sich bei der zweiten Säule um eine Institution mit Zwangscharakter handelt, ist für die ganze Diskussion von grosser Tragweite. Der Gesetzgeber schreibt vor, dass gespart werden *muss*; er schreibt (innerhalb des sogenannten obligatorischen Teils) auch vor, *wieviel* gespart werden muss, und er gewährt (innerhalb des sogenannten überobligatorischen Teils) einen Spielraum, in welchem steuerprivilegiert gespart werden *darf*. Ausserdem gibt der Gesetzgeber auch vor, *wie* gespart werden muss, indem er mittels Anlagerichtlinien und entsprechenden Kontrollen Ordnung in den Portfolios zu schaffen versucht. Obendrein werden auch die Auszahlungsmodalitäten festgelegt, bzw. besteht beim Rentenenumwandlungssatz ein Spielraum der Behörden zur Umverteilung zwischen den Generationen. Nun kann man den Zwangscharakter selbstverständlich in obrigkeitstgläubiger Manier als quasi gottgegeben hinnehmen. Unseres Erachtens lohnt es sich aber, ihn nicht nur als wichtiges Faktum zu erkennen, sondern auch zu fragen, weshalb in aller Welt denn ein Gesetzgeber dazu kommt, seine Bürger in einer eigentlich so privaten Sache, dem Sparen für die eigene Vorsorge, Vorschriften zu machen.

Das Zwangssparen hat seine ethischen, gesellschaftspolitischen und ökonomischen Wurzeln. Zunächst wird *Sparen* in der westlichen Ethik ganz allgemein als *etwas Gutes* angesehen. In der Fabel von La Fontaine erscheint uns die Ameise zwar als etwas hartherzig, aber unendlich seriös, die Grille, welche den ganzen lieben Sommer lang, statt gescheffelt und gespart, gezirpt und gesungen hat, dagegen als überaus leichtsinnig und nachlässig. Die während Jahrtausenden vorherrschende familiäre Vorsorge erforderte eine von Disziplin geprägte Ethik, die auch durch die neutestamentliche Aufforderung zu weniger Zukunftsängsten („Was sorgt Ihr Euch um den morgigen Tag? ... Schaut doch die Vögel des Himmels an, sie säen nichts...“) nicht wesentlich erschüttert wurde. Taugenichtse und Tagediebe hatten in der weitgehend autarken Familien- oder Dorfgemeinschaft keinen Platz, das Vorbild musste zwingend die eifrige Ameise und nicht die unselige Grille

sein. Die ethische Schlagseite zum Sparen hin wirkt sich bis heute aus, wenn etwa über die Amerikaner gesagt wird, „sie sparen zu wenig“, oder über die Jugend der Vorstädte, sie könnte „nur noch konsumieren“. Der Schritt von der ethischen Normvorstellung zum gesetzlichen Zwang ist erfahrungsgemäss ein kleiner.

Die gesellschaftspolitische Wurzel des Zwangssparens liegt im Übergang von der autarken Familien- und Dorfgemeinschaft zur industriellen Gesellschaft. Die Fabriken brauchten frei verfügbare, das heisst mobile, nicht an irgendwelche Dorfgemeinschaften gebundene Arbeitskräfte. Nebst durchaus auch existenten patronal-ethischen Überlegungen stand gewiss vorab das Arbeitsmarktkalkül hinter dem Interesse der Arbeitgeber an der Entwicklung der Sozialwerke. Die Idee bzw. ökonomisch gesehen die Fiktion der Parität beim Erbringen der Zwangssparbeiträge wurzelt ebenso in dieser gesellschaftspolitischen Konstellation wie der Verzicht auf die Möglichkeit einer freien Kassenwahl, der wesensgemäss enorm arbeitgeberfreundlich ist.

Die dritte, ökonomische Wurzel liegt in den volkswirtschaftlichen Modellen, wie sie vor allem in den Dreissigerjahren des vorigen Jahrhunderts populär wurden. Im Konzept des Bruttoinlandsprodukts spielte das Sparen eine wichtige Rolle: In den damals ziemlich geschlossenen Volkswirtschaften machten die getätigten Investitionen, zusammen mit dem Privat- und dem Staatskonsum, die Verwendungsseite der volkswirtschaftlichen Rechnung aus, und entsprachen, unter Vernachlässigung der Aussenbeiträge, dem inländischen Sparaufkommen. In den heute sehr viel offeneren Volkswirtschaften stimmt das in dieser Einfachheit natürlich nicht mehr. Aber das Muster des Konnexes Sparaufkommen – Investitionen blieb haften und trifft, cum grano salis, natürlich immer noch zu: Zur Finanzierung der Investitionen und für die Bedienung der Staatsschulden braucht es aggregierte (inländische) Ersparnisse, insoweit diese nicht durch das Ausland finanziert werden. Aus dem positiven, das heisst feststellenden Modell wurde sehr rasch ein normatives: Weil es inländische Ersparnisse braucht, um Investitionen zu finanzieren, muss jemand dafür sorgen, dass genügend gespart wird. Die Sparquote kann man durch die Höhe der Zinssätze beeinflussen oder, eben, durch Zwangssparen. Sparen ist, auch aus makroökonomischem Machbarkeitsglauben heraus, „etwas Gutes“.

Fazit: Obschon Sparen zunächst immer primär den Privaten betrifft – er muss ja den Konsumverzicht persönlich leisten –, ist das normative Element in diesem Bereich stark ausgebildet,

selbst mehr als in anderen persönlichen Belangen wie der Gesundheitspflege, dem Eheleben oder bei der Verrichtung von Trink- und anderen schädlichen Gewohnheiten. Für die Belange des Pensionskassenwesens ist es wichtig, dies zu wissen und festzuhalten. Die Wahrscheinlichkeit eines Verzichts auf das Zwangselement ist extrem gering und wird es auch bleiben. Der Zwangsscharakter muss deshalb als Rahmenbedingung wohl oder übel akzeptiert werden. Der ordnungspolitische Sündenfall hat aber seinen klaren Preis. Ein wesentlicher Teil des (des an sich privaten!) Volksvermögens ist damit der Mitverantwortung und Mitsprache des Staates ausgesetzt, der die Aufgabe mit einem kollektiven Anlagevehikel sui generis, den Pensionskassen, zu lösen versucht. Dieses spezifische kollektive Anlagevehikel steht neben der Vielfalt von ebenfalls kollektiven Anlagevehikeln wie Lebensversicherungen, Anlagefonds, Fondssparplänen, Investmentgesellschaften, Hedge Fonds und vielen anderen mehr. Deren ökonomische Herkunft ist aber nicht das Zwangssparen, sondern die freiwillige Vermögensbildung, und weil das so ist, kann sie der Anleger auch frei wählen und (mehr oder weniger) leicht auch wieder loswerden. Die unterschiedliche Konstellation von Zwang und Freiwilligkeit wird uns am Schluss des Kommentars nochmals beschäftigen. Zunächst aber noch ein zweiter Abstecher in die Welt der Ameisen und der Grillen.

3. Hartherzige Ameisen oder Tagesfliegen?

Es gibt, jenseits der makroökonomischen Kryptik, durchaus ernstzunehmende, eher der Mikroökonomie zuzuordnende Argumente, die für einen gewissen Zwang beim Sparen zu sprechen scheinen. Insoweit man, das heisst die Gesellschaft, nicht bereit ist, so hartherzig zu sein wie die Ameise, die ja bekanntlich die hungernde Grille von der Türe weist, muss eine Vorratshaltung installiert werden, die notfalls beiden, das heisst der Ameise und der Grille, das Überleben sichert. Oder etwas konkreter in Bezug auf die Altersvorsorge: Wenn man durch gesellschaftliche Mittel die Not Einzelner im Alter vermeiden will, kommt man um Transfermechanismen nicht herum. Der Transfer kann sozusagen rein solidarisch „unter Ameisen“ erfolgen mit einem Ausgleich zwischen kürzer- und längerlebenden Exemplaren, oder er kann auch „zwischen Ameisen und Grillen“ stattfinden, indem die Reichen die Vorsorge der Armen finanzieren. Letzteres findet in der Schweiz in hohem Masse über die als progressive Reichtumssteuer organisierte Alters- und Hinterlassenenversicherung (AHV) statt. Im Prinzip ist dagegen nichts einzuwenden, oder

zumindest insoweit nichts, als es ja unter den Ärmern durchaus emsige Ameisen zu geben pflegt, die dennoch keine Vorräte sammeln können, und unter den Reichen zirpende Grillen, die auch in hundert Jahren noch weiterzirpen könnten... Das Prinzip erscheint somit insoweit gerecht, aber auch nur insoweit, denn das Problem besteht darin, dass sich im Wissen um das Vorhandensein grosser Vorräte die Grillenbestände vermehren und Grillen von weither angesogen werden. Darin besteht der „Moral Hazard“ des Wohlfahrtsstaats. Er kann nur so lange weiterfunktionieren, als es den Ameisen nicht verleidet, dauernd auch für andere Vorräte scheffeln zu müssen, und sie nicht einfach davonlaufen. Deutschland lässt grüssen.

Für die Belange des Pensionskassenwesens gilt es festzuhalten, dass aus Gründen vermeintlich oder tatsächlich notwendiger Transfermechanismen zwischen Arm und Reich kein Grund fürs Zwangssparen besteht, sofern die AHV die Not im Alter auszuschliessen in der Lage ist. Bleibt aber das vielfach gehörte Argument, der Mensch und vorab der jugendliche Mensch sei nicht in der Lage, seine Dinge auf so lange Zeit hinaus selber zu planen. Es würde also, und zwar nicht auf volkswirtschaftlich-aggregierter, sondern auf individueller Ebene, „zu wenig“ gespart, wenn man den Dingen freien Lauf liesse. Mag sein, dass es auch bezüglich der Vorsorgeplanung unterschiedliche Präferenzen und unterschiedliche Intelligenz gibt, und mag auch sein, dass es bezüglich Vorsorgefragen ebenso selbstzerstörerische Gewohnheiten gibt, wie es Raucher und Trinker und Vielfraser gibt, die ihr momentanes Vergnügen über die langfristigen Folgen stellen. Ob man den Menschen vor sich selber schützen solle oder nicht, ist aber wohl eher eine weltanschauliche Frage. Es scheint zum unbestrittenen Selbstverständnis des westlichen Wohlfahrtsstaats zu gehören, dass er nicht nur die Not seiner Bürger zu vermeiden versucht, sondern dass er darüber hinaus auch danach trachtet, den jeweils erreichten Lebensstandard zu erhalten, und dafür ganz happige Eingriffe in die Eigentumsrechte und die Verfügungsfreiheit vornimmt.

4. Zwang – wo und wieviel?

Akzeptieren wir also als Rahmenbedingung, dass uns der Wohlfahrtsstaat zum Sparen zwingt, und akzeptieren wir auch, dass die diesbezüglichen Institutionen historisch gewachsen sind, so muss uns dennoch unbenommen sein, die eine oder andere strukturelle Frage zu stellen. Zum Beispiel bezüglich der Parität von Arbeitnehmern und Arbeitgebern. Ökonomisch ist zweierlei völlig klar und eigentlich auch unbestritten: Die Lohn-

beiträge werden keinesfalls hälftig von beiden Seiten, das heisst vom Arbeitnehmer und vom Arbeitgeber, bezahlt, sondern sind, zusammen, Bestandteil der Gesamtbezüge eines Arbeitnehmers. Ob sich dessen Anstellung rechtfertigt und ob dessen Lohn seiner Produktivität entspricht, rechnet sich anhand der Gesamtbezüge; entsprechend wäre es auch falsch oder illusorisch, den Marktwert einer Arbeitsleistung um irgendwelche PK-Beiträge zu verfälschen. Damit ist auch klipp und klar ausgedrückt, wem die Pensionskassen gehören: Den Destinatären als ultimative Empfänger der künftigen Rentenzahlungen oder Kapitalbezüge. Der Arbeitgeber hat in einer Pensionskasse nichts zu suchen.

Diese Feststellung tut insofern weh, als die meisten Pensionskassen eine patronale Geschichte hinter sich haben: auf freiwilliger Basis, meist als betriebliche Fürsorgekasse, gegründet, und damals mit ihre Bezeichnung verdienenden Arbeitgeberbeiträgen geäufnet. Mit dem gesetzlichen Anspruch der Arbeitnehmer hat sich nun aber unwiderruflich ein Eigentumsrecht der Destinatäre gebildet; einen Teil der Probleme der Pensionskassen vermuten wir genau in der allzugrossen Entfernung zwischen den Eigentümern und ihrem Eigentum: Es hat zu viele letztlich unbeteiligte oder anderweitig interessierte „Agenten“ in diesem Umzug; Verantwortung kann auf diese Weise nicht wahrgenommen werden. Nun wird man einwenden, das Problem in den Stiftungsräten liege häufig gerade im mangelnden Sachverstand und im mangelnden Engagement der Arbeitnehmervertreter, währenddem de facto die Arbeitgeberseite sage, wo's lang gehe (bzw. de facto noch viel eher schlicht und einfach der Finanzchef...). Da werden aber Ursache und Folge miteinander vertauscht. Mangelndes Niveau auf Ebene der Stiftungsräte ist Folge und nicht Ursache des Umstands, dass das Gremium als paritätisches Vehikel nicht taugt. Weil Verantwortung nämlich nie geteilt, sondern höchstens delegiert werden kann.

Die traditionelle Nähe der Pensionskasse zum Arbeitgeber manifestiert sich am meisten bei den (zahlenmässig allerdings stark schwindenden) Kassen, die ihr Rentenbetriffnis nach dem sogenannten Leistungsprimat berechnen. „Leistungsprimat“ bedeutet, dass nicht die aus Beitragszahlungen aggregierte Summe die Zahlungsverpflichtung der Kasse bestimmt, sondern die exogene Grösse der letzten Lohnzahlungen. Ökonomisch gesehen handelt es sich beim Leistungsprimat um die Gewährung einer geschriebenen Option des Arbeitgebers an den Arbeitnehmer über die von ihm nur halbwegs bestimmbare Kenngrösse der letzten Lohnzah-

lungen. Im Austausch dafür erhält der Arbeitgeber vom Arbeitnehmer eine Option über das Potenzial der Kapitalerträge. Der Wert dieser Optionen produziert Bauchschmerzen, vor allem in den Bilanzen der davon betroffenen Unternehmungen, da die notwendigen Rückstellungen extrem schwierig zu berechnen und sehr schwankungsanfällig sind gegenüber Veränderungen in Finanzkennzahlen wie Zinsen und künftigen Renditen sowie zu erwartender Inflation und möglichen Lohnerhöhungen. Zur Berechnung müssen ganze Horden von Versicherungsmathematikern und Rechnungsprüfern angestellt werden, und völlig überforderte Finanzchefs, Geschäftsleitungen, Audit Committees und Verwaltungsräte haben über etwas zu befinden, was sie kaum verstehen können. Auch hier gilt eben: Unglücklich gewählte Strukturen haben ihren Preis. Dass die Leistungsprimatskassen in der Schweiz am Verschwinden sind, ist wenigstens *ein* kleiner Hoffnungsschimmer. Allerdings nur ein kleiner: Denn auch das Beitragsprimat nach schweizerischer Lesart entspricht wegen der Vorgabe eines Mindestzinssatzes einer Art Leistungsprimat.

Eine weitere strukturelle Frage betrifft die *Wahlfreiheit* der Pensionskasse. Wenn der Arbeitgeber als Element im Pensionskassenwesen ausscheidet, dann rechtfertigt sich die Einschränkung der Wahlfreiheit zwischen verschiedenen Pensionskassen auch nicht. Delegation der Verantwortung durch die Eigentümer könnte ja zum Beispiel heissen, dass mit der Zeit einige grosse, kosteneffiziente Gebilde entstehen würden, die untereinander in freiem Wettbewerb ständen. Der freie Wettbewerb könnte sich sowohl im statutarischen Leistungsspektrum als auch in der Anlagerendite bzw. der Höhe von Renten und Kapitalauszahlungen auswirken, selbstverständlich geregelt durch griffige Normen, um Verletzungen der Eigentumsrechte verschiedener Destinatärgenerationen oder einzelner Destinatäre zu verhindern. Der Schutz des kleinen Miteigentümers oder von schwachen Miteigentümergruppen in kollektiven Anlagevehikeln ist entscheidend, und darauf müsste sich die staatliche Aufsicht konzentrieren.

Die Frage ist natürlich, ob man letztlich den Kräften des Wettbewerbs traut. Diesbezüglich ist es offensichtlich nicht weit her. So schmetterte die schweizerische Regierung im Frühjahr die Option der freien Kassenwahl definitiv ab. Dabei führte sie „höhere Kosten“ und eine „Destabilisierung des Systems“ als Argumente gegen die Deregulierung an, ohne aber auf die mit Sicherheit zu erwartende höhere Anlagerendite auch nur mit einem Wort einzugehen. Wie kam der Bundesrat

zu diesem Schluss? Er wurde und wird in Vorsorgefragen von einem „Experten“gremium beraten, das praktisch zu hundert Prozent aus Vertretern der Produzentenseite zusammengesetzt ist. Ein klassischer merkantilistischer Umzug also, der selbstverständlich nie für Wettbewerb optieren wird. Das Resultat ist gravierend, wenn man bedenkt, was auch nur ein einziges Prozent an höherer Anlagerendite (und auch an tieferen Verwaltungskosten, was entgegen der Meinung der „Experten“ bei weniger und effizient geführten Kassen auch zu erwarten wäre) auf die Länge in Franken und Rappen bedeutet. Ob die Durchschnittsrendite seiner Anlagen 3 ½ oder 2 ½ Prozent beträgt, bedeutet für einen Destinatär, der heute mit 30 Jahren brutto 8'000 Franken im Monat verdient und der Einfachheit halber bis zum 65. Altersjahr dasselbe Gehalt beibehält, ein Plus von 120'000 Franken auf seine Altersgutschrift von 570'000 Franken. Das ist viel Geld für den Einzelnen, es ist aber noch viel mehr Geld im Aggregat der ganzen Nation. Es ist nicht unerheblich für das Wohl unseres Landes, wie die heute rund 650 Milliarden angehäuften BVG-Kapitals verwaltet werden und als Folge davon mehr oder weniger rentieren. Es geht um viele Milliarden Volksvermögen, das ein schlecht beratenes Organ mit einem Federstrich aufs Spiel gesetzt hat. Je jünger die Destinatäre, desto leidtragender, weil sich der Zinseszinsseffekt in der langen Frist am meisten auswirkt. Der grosse Aufschrei im Lande hätte deshalb nicht nur im Sommer 2006 wegen der aufgedeckten mutmasslichen Bereicherungen einzelner Pensionskassenverwalter erfolgen müssen, sondern bereits im Frühling dieses Jahres, als der bei weitem belangreichere Negativentscheid des Bundesrats bezüglich freier Kassenwahl getroffen wurde. Und aufschreien müssen hätten nicht die Medien, sondern die jungen Arbeitnehmer. Offenbar gibt es weder eine Partei noch eine Gewerkschaft, die sich um sie kümmert. Stimmen holt man halt eher bei älteren Semestern.

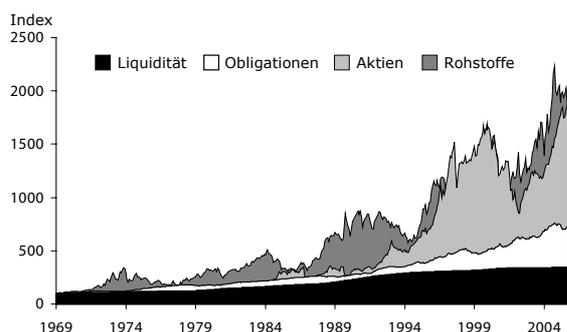
So, wie sich die Sachlage derzeit präsentiert, wäre es völlig illusorisch, von einer baldigen tiefgreifenden Veränderung der strukturellen Defekte im schweizerischen Pensionskassenwesen auszugehen. Die Fiktion der Parität ist allzu stark verankert und gehört sozusagen zu den Mantras bürgerlichen Selbstverständnisses; die Wahlfreiheit zwischen Kassen würde demgegenüber zum einen die Preisgabe dieser Fiktion voraussetzen und andererseits ein Bekenntnis zum Wettbewerb verlangen – unter der gegebenen politischen Konstellation eine völlig abwegige Vorstellung. Fazit: Die strukturellen Defekte sind als Rahmenbedingung hinzunehmen.

5. Der alles entscheidende Zeithorizont

Das Vermögen von Pensionskassen stellt die Aktivseite einer Bilanz dar, auf deren Passivseite eine Vielzahl künftiger Renten- bzw. Kapitalauszahlungsverpflichtungen steht. Je nach Kasse können diese Verpflichtungen und Versicherungsleistungen sehr verschieden aussehen: Eine „alte“ Kasse muss vor allem Renten an ihre pensionierten Destinatäre auszahlen. Sie muss dazu möglichst konstante Cash-Flows generieren und das Kapital möglichst ungefährdet anlegen, da es ja bald fällig wird. Die Auswahl von Anlageinstrumenten aus dem Universum der Finanzinstrumente hält sich in engen Grenzen. Jüngere Destinatäre hätten demgegenüber einen bedeutend höheren Freiheitsgrad, denn die Fälligkeit ihrer Verpflichtungen steht noch in weiter Ferne, und das Kapital ertrüge deshalb auch höhere Schwankungen, wie sie bei höher rentierenden Finanzinstrumenten üblich sind.

Die nachfolgende Grafik zeigt den Schwankungsverlauf der vier Anlageklassen Liquidität, Obligationen, Aktien und Rohstoffe über die letzten 36 Jahre. Dabei wird die Unterschiedlichkeit der Charakteristiken deutlich sichtbar. Währenddem Liquidität praktisch nicht, Obligationenanlagen nur leicht in ihrer Wertentwicklung schwanken, gestaltet sich der Verlauf von Aktienkursen und Rohstoffpreisen wie ein äusserst zackiges Gebirge. Da man nie wissen kann, ob man im Einzelfall unten im Tal oder oben auf einer Bergspitze steht, wenn man investieren will, ist entscheidend, dass man über genügend Zeit verfügt, um eine mögliche nächste Delle zu überstehen.

Berg- und Talfahrt, generell nach oben



Quelle: Datastream, Analyse

Bemerkung: 1969=100

Viele Pensionskassen wären ideal positioniert, um einen sehr langfristigen Anlagehorizont zu bewirtschaften. Die gesetzlichen Solvenzvorschriften stehen dem allerdings insofern entgegen, als die geforderte Deckung unter dem Liquidationsaspekt berechnet wird: so, als würden per Stichtag sämtliche Leistungsverpflichtungen fällig, egal, wie jung oder alt die einzelnen Destinatäre sind.

Das entspricht selbstverständlich dem Vorsichtsprinzip, das halböffentlichen Institutionen gewiss gut ansteht. De facto führt es aber zu einer zu geringen Risikopräzision der Pensionskassen für jüngere Destinatäre. Mit 25, 35, ja vielleicht auch noch 45 Jahren könnte man durchaus ein Aktienexposure von bis zu hundert Prozent ertragen. Die meisten Kassen bewegen sich in ihrer strategischen Allokation zwischen 25 und 40 Prozent Aktien, und viele Stiftungsräte und Kassenverantwortliche haben bei den immer wieder vorkommenden Finanzmarktkrisen grösste Mühe, selbst mit diesen geringen Aktienquoten adäquat umzugehen, da im Hintergrund ja immer der gesetzlich vorgegebene Mindestzinssatz droht. Faktisch wird deshalb vielfach ein bei weitem zu kurzer Anlagehorizont per Ende Jahr oder sogar per Ende Quartal optimiert. Was resultiert, ist eine für jüngere Destinatäre völlig ungenügende Durchschnittsrendite.

Dieses enge Korsett muss wohl als Rahmenbedingung akzeptiert werden, so lange die grundlegenden Strukturen des Pensionskassenwesens nicht verändert werden. Nun lässt die jüngste Revision des Bundesgesetzes über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) wenigstens einem beschränkten Personenkreis das Entfliehen mit Teilen des Pensionskassenvermögens zu. Wenn es die Statuten der Kasse zulassen (was keineswegs selbstverständlich ist), dann kann ein Teil (sic!) des überobligatorischen Teils des individuellen Pensionskassenvermögens, das heisst der über die staatlichen Zwangssparvorschriften hinaus eingebrachten Mittel, durch den Destinatär selbst bewirtschaftet werden. Da die Mittel als Vorsorgegelder bis zur Pensionierung aber der freien Verfügung entzogen sind, muss die individuelle Bewirtschaftung in einem eigens dafür bestimmten Gefäss stattfinden. Für die Bewirtschaftung gelten, obwohl das die Gesetzesrevision expressis verbis nicht so verlangt, gemäss Bundesamt für Sozialversicherung dieselben Anlagevorschriften wie für den Rest der BVG-Gelder, also beispielsweise eine Höchstquote für Aktien von 50 Prozent. Das ist natürlich ein Blödsinn, aber muss wohl auch als Rahmenbedingung akzeptiert werden.

Aus unserer Sicht lohnt es sich trotz all den genannten Einschränkungen, den neu gewährten Spielraum zu nutzen. Unser Bankhaus bietet für solche überobligatorischen Fluchtversuche Lösungen wie die PensFlex-Stiftung an, bei der die individuellen Gefässe als Substiftungen kostengünstig und, im Gegensatz zu den kollektiven PK-Vermögen, völlig transparent geführt werden können. Mit unserer Anlagemethode lassen sich die Zuflüsse effizient bewirtschaften, was wichtig

ist, denn es darf selbstverständlich nicht sein, dass Bankspesen am Ende den erhofften Renditegewinn wegfressen, währenddem die erhöhten Risiken eins zu eins zu tragen sind. Der Einsatz von Indexprodukten ist, vor allem bei relativ kleinen Vermögen, aus Kostengründen unumgänglich.

6. Chinesen und Inder für alternde Schweizer

Der vom Gesetzgeber gewährte Freiraum entspricht zwar einem Tropfen auf den heissen Stein, aber er erlaubt es immerhin, auf individueller Ebene und mit einem Teil des Vorsorgevermögens das zu tun, was dem Pensionskassenwart aus regulatorischen Gründen verwehrt ist. Aus übergeordneter Sicht muss aber trotzdem darauf hingewiesen werden, dass das wirklich stattliche schweizerische BVG-Vermögen von derzeit 650 Milliarden Franken vermutlich in wohlstandsvermindernder Weise falsch alloziert ist. Dies nicht nur, weil infolge der regulatorisch bedingten Verkürzung des Anlagehorizonts deutlich zu wenig Aktienrisiken eingegangen werden. Vielmehr orientieren sich die Anlagen durch die Liquidationssicht und durch die vom Gesetz vorgegebenen Anlagevorschriften bei weitem zu stark an der hiesigen Volkswirtschaft, ihrer Währung und ihren Investitionsmöglichkeiten. Oder im Fachjargon ausgedrückt: der „home bias“ ist zu hoch, was dazu führt, dass die Schweiz und das umliegende Europa für das schweizerische PK-Vermögen ein Klumpenrisiko darstellen.

Das ist unter dem Gesichtspunkt, dass Europa und mithin die Schweiz in den nächsten 50 Jahren einem dramatischen Alterungsprozess ausgesetzt sein werden, absolut töricht. Denn es könnte sein, ja, ist sogar ziemlich wahrscheinlich, dass im Zuge der Alterung der Gesellschaft nicht nur unsere Volkswirtschaften relativ zu anderen, jüngeren aufstrebenden Volkswirtschaften schrumpfen, sondern dass es hiesige Kapitalanlagen, ja vielleicht auch der hiesige Liegenschaftenmarkt, auch tun. Wenn es schon so ist, dass wir für den Sicherheitsteil unserer Altersvorsorge, die Alters- und Hinterlassenenversicherung (AHV), wegen des Umlageverfahrens auf die Leistungskraft der dannzumaligen hiesigen Volkswirtschaft angewiesen sein werden (und mithin schon ein happiges Klumpenrisiko besteht!), dann müssten die Pensionskassen dazu einen Ausgleich schaffen.

Die globalen Finanzmärkte böten dafür in reichem Masse Möglichkeiten. Risiko wird nicht reduziert, indem man hiesige Anlagen bevorzugt, sondern indem man zur vermehrten weltweiten Allokation ermuntert. Rund um den Globus findet sich eine grosse Anzahl in ihrem Kursverlauf wenig oder nicht korrelierender Anlagen. Ein nach allen Regeln der finanztheoretischen Er-

kenntnisse zusammengestellter Mix solcher Anlagen wäre längerfristig vermutlich bei weitem risikoärmer als die durch das BVG induzierte Bevorzugung von Staatsobligationen schweizerischer oder notfalls europäischer Provenienz.

In den kommenden Jahren werden Weltgegenden, in welchen noch massenweise unbeschäftigte Arbeitskräfte auf Arbeit und ungenutztes Land auf „Beackerung“ warten, jede Menge Kapital brauchen. Dies wäre eine weltpolitisch und -wirtschaftlich einzigartige Chance, um einen Teil des Alterungsproblems Europas wenigstens einigermassen auszugleichen. So man über Kapital verfügt. Im Gegensatz zu den umliegenden Nachbarn trifft das, wie gesagt, für die Schweiz zu.

Da anzunehmen ist, dass auch in diesem Bereich das Faktum einer allerhöchstens marginalen Chancenwahrnehmung hinzunehmen ist, verweisen wir unsere Anlagekunden auf den sozusagen dritten Weg: Wenigstens mit den eigenen, nicht von Zwangsspar- und Zwangsverwaltungsmechanismen belegten Vermögensteilen das Richtige zu tun. Mit dem Privatvermögen kann man einen Ausgleich schaffen zum „home bias“ der ersten und zweiten Vorsorgesäule. Die Instrumente dazu sind vorhanden, die Konzepte ebenso.

7. Eunuch oder Sultan

Die gesetzlichen und politischen Rahmenbedingungen für den Umgang mit dem kollektiven Anlagevehikel Pensionskasse sind das eine, das andere sind die Personen, die sich in und um die gegebenen Strukturen zu bewegen haben. Wir haben eingangs Symptome genannt, die auf das Vorhandensein einer sumpftartigen Umgebung im Pensionskassenwesen hinweisen. Um sogleich jede Vermutung im Keim zu ersticken, zu jenen Saubermännern oder Gutmenschen zu gehören, die meinen, die Welt bis zu einem 24-karätigen Reinheitsgrad bringen zu können, sei die mikroökonomische Ausgangslage für jegliches kollektive Anlagevehikel völlig illusionslos dargelegt: Aufgrund der Konstellation, dass einer Vielzahl von sehr dispersen Miteigentümern eine sehr geringe Zahl von „Managern“ gegenübersteht, ergibt sich zwangsläufig eine immense *Asymmetrie*. Jegliche – positiv oder negativ wirkende – Aktivität oder Unterlassung des Managers wirkt sich für den einzelnen Miteigentümer dermassen marginal aus, dass es sich nur in ganz krassen Fällen lohnt, tätig zu werden. Ja, nicht einmal die Nachrichtenbeschaffung lohnt sich in den meisten Fällen. Hand aufs Herz: Wann haben Sie zum letzten Mal den Jahresbericht Ihrer Pensionskasse gelesen? Wie hoch war die Anlagerendite Ihrer PK über die letzten fünf Jahre? Wie ist ihr (Ihr!) Vermögen zusammengesetzt?

Die Konstellation der Asymmetrie bedeutet zudem, dass der Anreiz für Manager jeglicher kollektiver Anlagevehikel enorm hoch ist, zulasten des Kollektivs und zugunsten ihrer selbst kleinere oder auch grössere Inkorrektheiten zu begehen. Selbst diese grösseren bleiben für den dispersen Miteigentümer noch lächerlich klein. Das gilt, um es nochmals zu sagen, für *jegliche* kollektiven Anlagevehikel, also auch jene, die sich im freien Markt bilden und bewegen: Für klassische Anlagefonds ebenso wie für Private Equity-Vehikel oder Hedge Funds, für Lebensversicherungen ebenso wie für Investmentgesellschaften. Und deshalb gibt es da wie dort mit Sicherheit kleinere und grössere Unkorrektheiten.

Mit dem Unterschied freilich, dass diese Vehikel, weil sie sich eben im freien Markt behaupten müssen, alles daran setzen, ihre Reputation nicht zu verlieren, und deshalb über Strategien verfügen, mit denen sie zeigen können, dass sie ihr Asymmetrieproblem im Griff haben. Diese Strategien kann man, grob, einteilen in das Eunuchen- und das Sultansprinzip. Beim Eunuchenprinzip werden die Kompetenzen der Manager stark eingeschränkt und genauestens kontrolliert. Dass die Governance in Ordnung ist, wird durch den Attest von als kompetent angesehenen Revisionsgesellschaften und durch das freiwillige Sich-Unterwerfen unter eine Kontrollbehörde wie die SEC, FSA oder die schweizerische Bankenkommission manifestiert. Schön gestaltete Jahresberichte, glanzvoll bestellte Verwaltungsräte, täglich gestellte Kurse und die Behauptung des Vorhandenseins aller möglichen „Chinese Walls“ tragen weiter zur Reputation einer absolut sauberen Weste bei. Eng gefasste Eigengeschäftsregelungen für die Manager sollen die üblichsten Praktiken, das sogenannte „front running“ und das „parallel running“ – auf deutsch am besten ausgedrückt als „umgekehrtes Aschenputtelprinzip“ (Die Guten ins Kröpfchen, die Schlechten ins Töpfchen) – erschweren.

Gerade umgekehrt verläuft es beim Sultansprinzip. Da werden die Eigeninteressen des Managers insofern internalisiert, als man von ihm erwartet, einen wesentlichen Teil seines eigenen Vermögens mitzuinvestieren. Es gehört zu einer der wichtigsten Sorgfaltsprüfungen von Hedge Funds und Private Equity-Gesellschaften, das Eigenengagement der Manager zu erfahren. „Front“ oder „parallel running“ macht unter der Voraus-

setzung, dass ein Manager wirklich mit Haut und Haaren mit dabei ist und dass dies einen substantiellen Teil des Fondsvermögens ausmacht, überhaupt keinen Sinn. Im Gegenzug können solche nach dem Sultansprinzip geordneten kollektiven Anlagevehikel weitgehend auf die Insignien behördlich oder durch eine Revisionsstelle attestierter Governance verzichten, ja brauchen nicht einmal täglich den Net Asset Value zu berechnen, geschweige denn täglich Rücknahmen entgegenzunehmen. Das wäre die Welt, in welche der eingangs erwähnte, so böse unter die Räder der Medien geratene PK-Verwalter hingehört hätte. Einem Sultan nimmt man den Palast nicht übel.

Der freie Markt der kollektiven Anlagevehikel funktioniert praktisch klaglos, und wenn doch einmal ein Unfall passiert, dann ist es den (freiwilligen!) Anlegern unbenommen, sich mit ihrem Miteigentum davonzumachen. Die Sanktionsmöglichkeit des „exit“, des Verkaufs, ist stark genug, um das System diszipliniert zu halten.

Pensionskassen kann man nicht, oder nur in ganz geringen Portionen, verlassen. Bei Pensionskassen kann es keine „Sultane“ geben, weil das die Struktur nicht zulässt. Wohin gehören also die PK-Manager? Ganz gewiss zur Klasse der „Eunuchen“, ja, eigentlich sogar in gesteigerter Form (hier geht die Allegorie dann langsam zu Ende...), weil sie ja nicht nur ein Vehikel betreuen, das man kaum verlassen kann, sondern auch eines, in das man eigentlich nur ungern oder vielleicht gar nicht gewollt hätte. Was für PK-Verwalter konkret nicht angeht: „front running“ und „parallel running“, Investitionen der Kasse in illiquide Anlageinstrumente, persönliche Teilnahme an IPOs, Darlehen der PK an die eigene oder an eine nahestehende Unternehmung, Kauf von Immobilien nahestehender Personen, Vermietung an nahestehende Personen und so weiter. Und was anzuraten wäre, damit nichts schief gehen kann: Weitestgehende Verwendung von Indexfonds oder Indexprodukten, sowohl für die Kasse als auch für sich selber. Was übrigens auch aus Anlagesicht Sinn macht. Denn die Chance, dass man den Index schlägt, ist ohnehin gering. Falls man Überperformance sucht, kann man diese immer noch bei jenen wenigen Sultanen holen, die sie voraussichtlich erbringen. Es gibt solche.

KH, 9.10.2006