



**School of  
Management and Law**

**Auswahlkriterien für externe Asset  
Manager und Anlagegrundsätze  
Eine Untersuchung von 35 Schweizer  
Pensionskassen**

**Eine Studie der Abteilung Banking, Finance, Insurance**

**Regina Anhorn, Markus Moor**

...the first of these is the fact that the ...

...the second of these is the fact that the ...

...the third of these is the fact that the ...

...the fourth of these is the fact that the ...

...the fifth of these is the fact that the ...

...the sixth of these is the fact that the ...

...the seventh of these is the fact that the ...

...the eighth of these is the fact that the ...

...the ninth of these is the fact that the ...

...the tenth of these is the fact that the ...

...the eleventh of these is the fact that the ...

...the twelfth of these is the fact that the ...

...the thirteenth of these is the fact that the ...

...the fourteenth of these is the fact that the ...

...the fifteenth of these is the fact that the ...

...the sixteenth of these is the fact that the ...

...the seventeenth of these is the fact that the ...

...the eighteenth of these is the fact that the ...

...the nineteenth of these is the fact that the ...

...the twentieth of these is the fact that the ...

...the twenty-first of these is the fact that the ...

...the twenty-second of these is the fact that the ...

# Vorwort

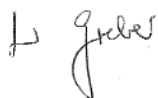
Die von Schweizer Vorsorgeeinrichtungen im laufenden Jahr erzielten Renditen lassen darauf schliessen, dass 2015 als kein gutes Jahr in die Geschichte eingehen wird. Das Tiefzinsumfeld mit teilweise gar negativen Zinsen stellt für die Pensionskassen eine grosse Herausforderung dar. Im Bereich der Obligationen deutet nichts darauf hin, dass sie als Anlageklasse in absehbarer Zeit wieder attraktiv werden könnten. Im Gegenteil, die Ökonomen der Banken gehen davon aus, dass das schwierige Umfeld über Jahre anhalten wird. In Anbetracht der anspruchsvollen Lage haben die Pensionskassen seit längerem begonnen, ihre Obligationen-Quoten zu reduzieren.

Auch im Immobiliensektor – einer anderen Anlagekategorie von hohem Stellenwert für Vorsorgeeinrichtungen – sieht die Situation nicht viel besser aus. Im Bereich der Wohnimmobilien ist ein stattliches Preisniveau erreicht, in einzelnen Regionen wird gar von Überhitzung gesprochen. Immobilienfonds notieren heute mit Aufschlägen und gelten als teuer. Das Segment der Geschäftsimmobilien, seit Jahren von Angebotsüberhang und hohen Leerbeständen geprägt, ist für Investoren zurzeit ebenfalls wenig interessant. Wo sollen Pensionskassen also investieren?

Das Ziel der vorliegenden Studie liegt im Aufzeigen von Anlagealternativen. Wo sehen Pensionskassen Handlungsoptionen? Wie lauten ihre Anlagegrundsätze und nach welchen Kriterien wählen sie externe Asset Manager aus? Diesen Forschungsfragen geht diese Untersuchung nach. Für uns als Hochschule für angewandte Wissenschaften ist die praxisbezogene Forschung ein zentrales Aufgabengebiet.

An dieser Stelle möchte ich GAM für die Finanzierung des Forschungsprojekts herzlich danken. Als Fachhochschule sind wir in der Erarbeitung von anwendungsorientierten Forschungsfragen auf die Unterstützung von Unternehmen aus der Privatwirtschaft angewiesen. Abschliessend möchte ich mich auch bei den verschiedenen Pensionskassen und Interviewpartnern bedanken, die uns ihre wertvolle Zeit zur Verfügung gestellt haben. Ihre Antworten bilden die Grundlage dieser Studie.

Ich bin überzeugt, dass diese Studie in einem anspruchsvollen Themenfeld relevante Erkenntnisse bietet. Möge die Studie vertiefte Einsicht in Anlagealternativen und Wahl von externen Asset Manager bei Pensionskassen schaffen.



Daniel Greber

Leiter Zentrum Risk & Insurance  
Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften

# Management Summary

Die ZHAW School of Management and Law hat eine unabhängige, persönliche Befragung bei 35 Schweizer Pensionskassen durchgeführt. Zielsetzung der Studie war die Untersuchung von Entscheidungsprozessen, Auswahlkriterien für externe Asset Manager und Anlagegrundsätzen.

Die Untersuchung hat bestätigt, dass die Asset Allocation auf Ebene Stiftungsrat entschieden wird und für die Umsetzung, insbesondere die taktischen Entscheide und die Wahl der Asset Manager, Geschäftsführung und Anlagekomitee zuständig sind. Rund 29% der Befragten arbeiten mit mehr als 20 externen Asset Manager zusammen. Ziel ist es, eine gute Diversifikation der Anlagestile zu erreichen. Über 60% der untersuchten Anlagevermögen werden extern verwaltet, was die Bedeutung der externen Asset Manager für die Schweizer Vorsorgeeinrichtungen unterstreicht.

Nur ein einziger Manager sprach sich explizit gegen das Kriterium des Track Records als Auswahlkriterium bei der Suche nach dem geeigneten Asset Manager aus. Kernkompetenzen und Spezialisierungsgrad wurden als weitere Auswahlkriterien genannt. Referenzen von anderen Pensionskassen sind fast ebenso wichtig. Generell fällt auf, dass gerade kleinere und mittlere Pensionskassen gut untereinander vernetzt sind.

Bei der Identifikation neuer Asset Manager ist es mehrheitlich der interne Anlageverantwortliche, welcher die Initiative ergreift, und nicht umgekehrt. Externe Berater spielen dabei eine wichtige Rolle. Eine wachsende Bedeutung haben externe Plattformen, wie zum Beispiel IPE Quest oder Investor Intelligence Network.

Viele Schweizer Pensionskassen investieren passiv, weil sie davon ausgehen, dass sich die Märkte weitgehend effizient verhalten und eine nachhaltige Outperformance von aktiven Managern kaum möglich ist. Sie geben deshalb kostengünstigen, passiven Anlagen den Vorzug. Rund die Hälfte der Pensionskassen, welche mindestens 70% des Vermögens passiv verwalten, repräsentieren mittelgrosse Einrichtungen mit über CHF 750 Mio. und weniger als CHF 2 Milliarden. Bei guten Renditen an den Finanzmärkten tendieren sie eher zu aktiven Anlagen als umgekehrt. Knapp die Hälfte der untersuchten Vorsorgeeinrichtungen erwartet eine Zunahme der passiven Anlagen, 38% eine Zunahme der aktiven Anlagen.

Der Core-Satellite-Ansatz scheint sich bei den Vermögensanlagen der Schweizer Pensionskassen zunehmend durchzusetzen. Typischerweise werden etwa 75-80% der Anlagen im Core abgedeckt. Die Erwirtschaftung zusätzlicher Risikoprämien steht bei der Berücksichtigung der Satelliten respektive aktiven Anlagegefässen im Vordergrund, direkt gefolgt von der Suche nach einem verbesserten Rendite/Risikoprofil.

Selbst dort, wo der externe Berater bei der Identifikation externer Asset Manager eine zentrale Rolle spielt, wurde meistens darauf hingewiesen, dass man sich aufgrund des grossen internen Know-hows bei den zu treffenden Anlageentscheidungen nicht auf die externen Berater abstütze.

Der Renditedruck für die Vorsorgeeinrichtungen bleibt unverändert hoch. Auf der Suche nach Anlagealternativen steht bei unserer Umfrage die Vergabe von Hypotheken an der Spitze. Vermehrt werden auch Darlehen an nicht öffentlich-rechtliche Institutionen gewährt, was gemäss BVV2 als alternative Anlagen ausgelegt wird. Auch die Erhöhung des Immobilienanteils steht im Fokus.

Zahlreichen Pensionskassen wird zu viel reguliert. Sie wünschen sich mehr Eigenverantwortung. Kritisiert wird, dass in Fragen der Regulierung eine klare Strategie fehlt. So wurde der Anteil an alternativen Anlagen vor wenigen Jahren auf 15% erhöht, um ihn dann Mitte 2014 wieder strenger zu regulieren. Ein stärkerer Praxisbezug könnte zu branchentauglicheren Lösungen führen. Der Schutz der Versicherten durch den Regulator wird keineswegs in Frage gestellt. Der Regulator spiele eine zentrale Rolle, solle sich aber darauf beschränken, die Rahmenbedingungen festzulegen. Die Kritik betrifft vor allem die Höhe des Detaillierungsgrades der Vorgaben. Viele Pensionskassen wünschen sich eine nach Grösse der Pensionskasse abgestufte Regulierung.

# Inhaltsverzeichnis

<b>Vorwort</b>	<b>3</b>
<b>Management Summary</b>	<b>4</b>
<b>Inhaltsverzeichnis</b>	<b>5</b>
<b>1. Einführung</b>	<b>6</b>
1.1. Studienkonzeption	6
1.2. Teilnehmende Pensionskassen	7
<b>2. Interne Entscheidungsprozesse</b>	<b>12</b>
2.1. Stiftungsrat	12
2.2. Anlagekommission	13
2.3. Aufgabenverteilung	14
2.4. Interner Entscheidungsprozess	16
<b>3. Auswahlkriterien für externe Asset Manager</b>	<b>17</b>
3.1. Nutzung von externen Asset Manager	17
3.2. Auftragsformulierung an den externen Asset Manager	18
3.3. Auswahlkriterien	18
3.4. Identifikation neuer Asset Manager	19
<b>4. Anlagegrundsätze</b>	<b>21</b>
4.1. Interne versus externe Vermögensverwaltung	21
4.2. Absicherung von Fremdwährungen	22
4.3. Anlagestil	22
4.4. Aktive Asset Allocation - Vorteile und Zukunftsaussichten	23
4.5. Core-Satellite-Konzept	24
4.6. Aktive Anlageprodukte / Satellitenprodukte	25
<b>5. Externe Berater</b>	<b>27</b>
5.1. Zusammenarbeit mit externen Beratern	27
<b>6. Blick in die Zukunft</b>	<b>29</b>
6.1. Anlagealternativen im Tiefzinsumfeld	29
6.2. Mögliche Konsequenzen des anhaltenden Tiefzinsumfelds	30
6.3. Die Rollen von Regulator und Politik	31
<b>7. Fazit</b>	<b>33</b>
<b>Glossar</b>	<b>34</b>
<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>37</b>
<b>Tabellenverzeichnis</b>	<b>39</b>
<b>Abbildungsverzeichnis</b>	<b>40</b>
<b>Autoren</b>	<b>41</b>
<b>Partner</b>	<b>42</b>
<b>Anhang</b>	<b>43</b>

# 1. Einführung

## 1.1. STUDIENKONZEPTION

Die ZHAW School of Management and Law hat eine unabhängige Befragung bei 35 Schweizer Pensionskassen durchgeführt. Zielsetzung der Studie war die Untersuchung von Entscheidungsprozessen, Auswahlkriterien für externe Asset Manager und Anlagegrundsätze.

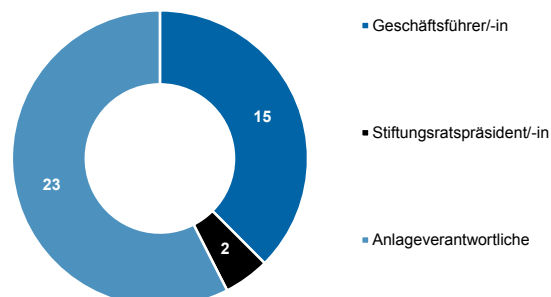
Die kontaktierten Vorsorgeeinrichtungen wurden im Zeitraum von Mai bis August 2015 befragt. Um möglichst präzise Informationen zu gewinnen, wurden die Exponenten der Vorsorgeeinrichtungen persönlich befragt. Dies erlaubt neben einer quantitativen Auswertung auch die Berücksichtigung qualitativer Aussagen.

Das Ziel der Umfrage war, folgende Fragen zu klären:

- Welche Pensionskassengremien sind für welche Aufgaben im Anlagebereich zuständig?
- Bestehen ethisch motivierte Restriktionen in Bezug auf den Einsatz einzelner Anlagekategorien?
- Wie werden neue Asset Manager identifiziert und welches sind die Auswahlkriterien?
- Wie viele externe Asset Manager werden beauftragt?
- Wie funktioniert die Währungsabsicherung?
- Werden Anlagen mehrheitlich aktiv oder passiv bewirtschaftet?
- Welches sind die Vorteile einer aktiven Asset Allocation und aktiver Asset Manager?
- Welchen Stellenwert haben Multi-Asset-Class-Mandate?
- In welchen Segmenten setzen die Pensionskassen aktive Anlageprodukte ein?
- Engagieren die Pensionskassen auch ausserhalb der gesetzlich vorgeschriebenen Kontrollen externe Berater?
- Welches sind die Konsequenzen des anhaltenden Tiefzinsumfelds?
- Kommen aufgrund der Negativzinsen neue Anlagealternativen zum Zuge?
- Wie sehen die Pensionskassen die Rolle von Regulatoren und Politik?

Von den Interview-Partnern waren 23 Anlageverantwortliche und 15 Geschäftsführer von Pensionskassen. Zudem wurden zwei Stiftungsratspräsidenten befragt. Einige Fachgespräche konnten mit zwei Personen geführt werden, typischerweise mit dem Geschäftsführer oder der Geschäftsführerin sowie mit einem oder einer Anlageverantwortlichen.

Abbildung 1: Funktionen der Interview-Partner



## 1.2. TEILNEHMENDE PENSIONS KasSEN

### 1.2.1. Übersicht

Bei den teilnehmenden Pensionskassen wurde eine Durchmischung von kleinen und grossen, Deutsch- und Westschweizer Pensionskassen angestrebt. In Bezug auf die angeschlossenen Arbeitgeber berücksichtigte die Untersuchung sowohl privatrechtliche als auch öffentlich-rechtliche Vorsorgeeinrichtungen. In der folgenden Tabelle sind die teilnehmenden Vorsorgeeinrichtungen alphabetisch aufgeführt.

Tabelle 1: Teilnehmende Vorsorgeeinrichtungen

<b>VORSORGE EINRICHTUNG</b>	<b>Ort</b>	<b>Rechtsform</b>
Aargauische Pensionskasse	Aarau	Öffentlichen Rechts
Bernische Lehrerversicherungskasse	Ostermundigen	Öffentlichen Rechts
BVK Personalvorsorge des Kantons Zürich	Zürich	Privaten Rechts
Caisse de pensions de l'Etat de Vaud	Lausanne	Öffentlichen Rechts
Caisse de prévoyance des fonctionnaires de la Police et de la Prison	Petit-Lancy	Öffentlichen Rechts
Caisse intercommunale de pensions	Lausanne	Öffentlichen Rechts
CIEPP Fédération des Entreprises Romandes	Genf	Privaten Rechts
Kantonale Pensionskasse Solothurn	Solothurn	Öffentlichen Rechts
La Collective de Prévoyance – Copré	Carouge	Privaten Rechts
Luzerner Pensionskasse	Luzern	Öffentlichen Rechts
MPK Migros-Pensionskasse	Dietikon	Privaten Rechts
Pensionskasse Basel-Stadt	Basel	Öffentlichen Rechts
Pensionskasse Coop	Basel	Privaten Rechts
Pensionskasse der Stadt Winterthur	Winterthur	Öffentlichen Rechts
Pensionskasse der Tamedia	Zürich	Privaten Rechts
Pensionskasse der Zürcher Kantonalbank	Zürich	Öffentlichen Rechts
Pensionskasse des Bundes PUBLICA	Bern	Öffentlichen Rechts
Pensionskasse Graubünden	Chur	Öffentlichen Rechts
Pensionskasse Manor	Basel	Privaten Rechts
Pensionskasse Post	Bern	Privaten Rechts
Pensionskasse Pro	Schwyz	Privaten Rechts
Pensionskasse Rieter	Winterthur	Privaten Rechts
Pensionskasse SBB	Bern	Privaten Rechts
Pensionskasse Thurgau	Kreuzlingen	Öffentlichen Rechts
Personalvorsorgestiftung der Mercedes-Benz Automobil AG	Schlieren	Privaten Rechts
Personalvorsorgestiftung der SIX Group	Zürich	Privaten Rechts
Personalvorsorgestiftung Lonza	Basel	Privaten Rechts
Profelia	Lausanne	Öffentlichen Rechts
Profond	Thalwil	Privaten Rechts
Retraites Populaires	Lausanne	Privaten Rechts
Schindler Pensionskasse	Ebikon	Privaten Rechts
Sulzer Vorsorgeeinrichtung	Winterthur	Privaten Rechts
Telco Pensinvest	Schwyz	Privaten Rechts
Vorsorgestiftungen Swiss Life	Zürich	Privaten Rechts
Zuger Pensionskasse	Zug	Privaten Rechts

Zahlreiche öffentlich-rechtliche Pensionskassen wurden in den letzten Jahren verselbständigt, nachdem der Bundesrat im Juni 2011 neue gesetzliche Bestimmungen in Kraft gesetzt hatte. Diese verlangen, dass öffentlich-rechtliche Pensionskassen rechtlich, organisatorisch und finanziell aus der staatlichen Verwaltungsstruktur herausgelöst werden. Dies hatte zur Folge, dass einige Pensionskassen die Rechtsform von einer öffentlich-rechtlichen in eine privatrechtliche Stiftung änderten. Von den untersuchten Pensionskassen sind 60% als privatrechtliche Stiftung und 40% als öffentlich-rechtliche Stiftung eingetragen.

An der Börse kotierte Unternehmen, die nach IFRS bilanzieren, müssen ihre Vorsorgeverpflichtungen seit 2013 nach neuen Regeln berechnen. Demnach müssen Differenzen zwischen Vorsorgeverpflichtungen und vorhandenem Vermögen vollumfänglich mit dem Eigenkapital des Unternehmens verrechnet werden. Im Rahmen dieses Forschungsprojekts wurden die Pensionskassen von sieben an der Schweizer Börse kotierten Unternehmen befragt. Die Angaben zur Kotierung sind in der folgenden Tabelle aufgeführt.

Tabelle 2: Börsenkotierte Arbeitgeber

<b>UNTERNEHMEN</b>	<b>Wertpapierart</b>	<b>Typ</b>	<b>Sektor</b>	<b>Kapitalisierung in Mio. CHF</b>
Schindler Holding AG	Namenaktie	Mid & Small Caps	Industrie	10'305
Swiss Life Holding AG	Namenaktie	Swiss Blue Chip	Versicherungen	7'411
Lonza Group AG	Namenaktie	Swiss Blue Chip	Gesundheit	7'028
Sulzer AG	Namenaktie	Mid & Small Caps	Industrie	3'484
Tamedia AG	Namenaktie	Mid & Small Caps	Medien	1'695
Graubündner Kantonalbank	Partizipationsschein	Mid & Small Caps	Banken	1'197
Rieter Holding AG	Namenaktie	Mid & Small Caps	Industrie	731

Quelle: ZHAW, basierend auf Daten der Swiss Exchange vom 09.10.2015

Bezüglich Verwaltungsform haben sich zahlreiche Vorsorgeeinrichtungen eines Arbeitgebers in Sammel- oder Gemeinschaftseinrichtungen umgewandelt. Hintergrund dieser Entwicklung ist die Möglichkeit, neue Anschlüsse zu gewinnen und dadurch strukturellen Risiken wie einer ungünstigen Versichertenstruktur zu begegnen. Von den an der Börse kotierten Vorsorgeeinrichtungen hat beispielsweise die Pensionskasse Rieter diesen Schritt vollzogen. Auch Pensionskassen des öffentlichen Rechts steht mit der Änderung der Verwaltungsform die Möglichkeit offen, zusätzliche Anschlüsse zu gewinnen, auch aus der Privatwirtschaft.

Im internationalen Vergleich rangieren gemäss einer jährlich von Towers Watson durchgeführten Erhebung rund ein Dutzend Schweizer Vorsorgeeinrichtungen unter den weltweit 300 Grössten. An der Spitze der Rangliste finden sich Staatsfonds, die sehr grosse Vermögen verwalten. Die Vermögen der Schweizer Pensionskassen sind tendenziell am Wachsen – auch ohne Berücksichtigung des Anlageerfolgs. Gründe dafür liegen im noch nicht abgeschlossenen Aufbau der beruflichen Vorsorge, die erst 1985 mit dem BVG gesetzlich obligatorisch wurde. Hinzu kommt die Tatsache, dass die Anzahl der in der beruflichen Vorsorge versicherten Personen aufgrund der Zunahme der Beschäftigung steigt. Demgegenüber ist die Zahl der registrierten Vorsorgeeinrichtungen seit Jahren rückläufig. Gemäss den vom Bundesamt für Statistik BFS publizierten Zahlen, fiel die Zahl der Vorsorgeeinrichtungen 2013 erstmals auf unter 2000. Ende 2014 waren 1860 Vorsorgeeinrichtungen registriert. 564'390 aktiv Versicherte gehörten Vorsorgeeinrichtungen öffentlichen Rechts an, 3'448'790 Vorsorgeeinrichtungen privaten Rechts.

Ein Blick auf die zehn grössten Schweizer Pensionskassen zeigt je eine Bundes- und kantonale Pensionskasse an der Spitze. Danach folgen Pensionskassen von Unternehmen wie Nestlé oder UBS. Deren betreute Vermögen sind unter anderem auch deshalb so gross, weil ihre Vorsorgepläne in der Regel hohe überobligatorische Leistungen beinhalten.



Tabelle 3: Die zehn grössten Schweizer Pensionskassen

VORSORGEINRICHTUNG	Vermögen in Mrd. USD
Publica	37.9
BVK Personalvorsorge des Kantons Zürich	28.6
Nestlé	24.3
UBS	24.1
MPK Migros-Pensionskasse	21.0
Novartis	20.4
SBB	16.4
PK Post	16.0
Credit Suisse	15.8
Stadt Zürich	15.7

Quelle: Towers Watson

### 1.2.2. Strukturdaten

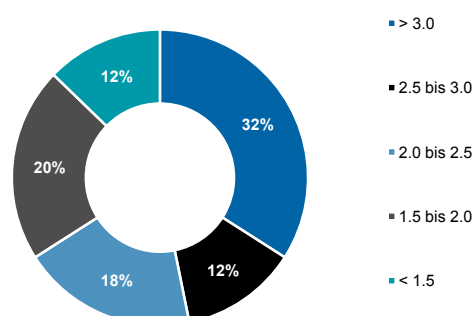
In der Schweiz wiesen die Vorsorgeeinrichtungen gemäss dem Bundesamt für Statistik Ende 2014 eine Bilanzsumme von insgesamt CHF 720 Mrd. aus. Die von der ZHAW im Rahmen der vorliegenden Studie untersuchten Pensionskassen repräsentieren mit CHF 223 Mrd. einen Anteil von 31% dieser Bilanzsumme. Die folgende Tabelle vermittelt einen Überblick über die kumulierten Werte der in dieser Studie untersuchten Pensionskassen:

Tabelle 4: Kennzahlen der untersuchten Vorsorgeeinrichtungen im Total

GRÖSSE	Wert
Bilanzsumme in Mrd. CHF	223
Total der aktiv Versicherten	645'000
Total der Rentenbeziehenden	288'000

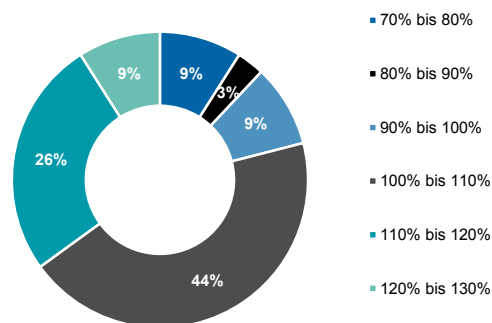
Die reinen Zahlenverhältnisse von aktiv Versicherten und Rentenbeziehenden sind in Bezug auf die Situation der Vorsorgeeinrichtung wenig aussagekräftig. Viel informativer ist das Verhältnis der aktiv Versicherten zu den Rentenbeziehenden. Die zweite Säule funktioniert nach dem Kapitaldeckungsverfahren, das heisst jeder Versicherte spart sein persönliches Altersguthaben an, das später in eine Rente umgerechnet wird. Sollte eine Vorsorgeeinrichtung jedoch in eine schwierige finanzielle Lage kommen, das heisst in eine Unterdeckung, so hätten vor allem die aktiv Versicherten gemeinsam mit dem Arbeitgeber Sanierungsbeiträge zu leisten. Die Rentner wären von den Sanierungskosten ausgenommen. Eine Pensionskasse ist deshalb an einer Versichertenstruktur mit vielen aktiv Versicherten und wenig Rentenbeziehenden interessiert.

Abbildung 2: Verhältnis von aktiv Versicherten zu Rentenbeziehenden



Die Vorsorgeeinrichtungen verfügen in der Bestimmung von wichtigen Parametern wie dem technischen Zinssatz über Ermessensspielraum. Die Vergleichbarkeit zwischen Pensionskassen ist deshalb eingeschränkt (Bundesamt für Sozialversicherungen BSV, 2015). Eine in der Öffentlichkeit oft thematisierte Kennzahl ist der Deckungsgrad. Dabei handelt es sich um einen Prozentsatz, der das Verhältnis zwischen dem vorhandenen Vermögen einer Pensionskasse und dem für die Finanzierung der Leistungen notwendigen Deckungskapital aufzeigt. Liegt der Deckungsgrad unter 100%, befindet sich die Vorsorgeeinrichtung in einer Unterdeckung. Liegt er über 100%, so sind die Verpflichtungen zu mehr als 100% gedeckt. Ziel einer jeden Vorsorgeeinrichtung ist, eine Überdeckung zu erreichen, um damit Wertschwankungsreserven aufbauen zu können.

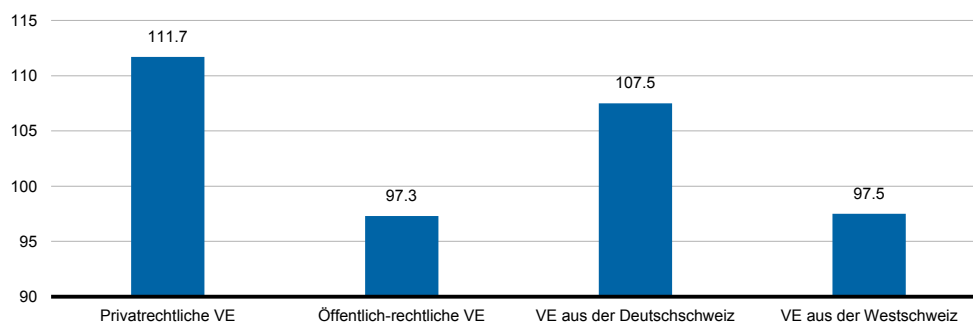
Abbildung 3: Deckungsgrad der untersuchten Vorsorgeeinrichtungen



Der Deckungsgrad von privatrechtlichen Vorsorgeeinrichtungen liegt im Durchschnitt über dem Deckungsgrad öffentlich-rechtlicher Vorsorgeeinrichtungen. Dieses Ergebnis wird durch andere Studien bestätigt (Swisscanto, 2015). Dieser Befund ist heute allerdings nicht mehr so aussagekräftig, weil sich in den letzten Jahren verschiedene Vorsorgeeinrichtungen des öffentlichen Rechts ein neues Rechtskleid gegeben haben. Sie treten heute als privatrechtliche Stiftungen auf. Der Vergleich des Deckungsgrades zeigt weiter, dass die Vorsorgeeinrichtungen mit Sitz in der Deutschschweiz im Durchschnitt einen deutlich höheren Deckungsgrad ausweisen als die Westschweizer Pensionskassen. In mehreren Kantonen der Westschweiz wurde die Sanierung der öffentlich-rechtlichen Pensionskassen zu spät und zu wenig entschlossen an die Hand genommen. Die Deckungsgrade liegen heute oft noch deutlich unter 100%. Von den untersuchten Vorsorgeeinrichtungen hatten die öffentlich-rechtlichen Vorsorgeeinrichtungen aus der Westschweiz die tiefsten Deckungsgrade. So weist die Caisse intercommunale de pensions per Ende 2014 einen Deckungsgrad von 72% aus, die Pensionskasse des Kantons Waadt einen von 75%.

Abbildung 4: Durchschnittlicher Deckungsgrad nach Rechtsform und Domizil der Vorsorgeeinrichtung (VE)

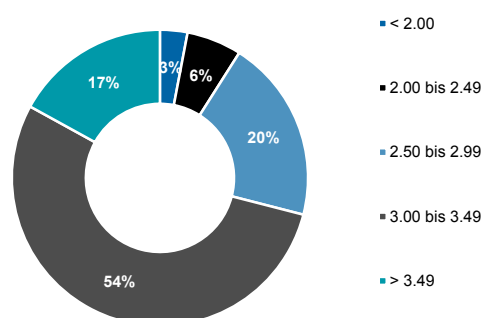
#### DURCHSCHNITTLICHER DECKUNGSGRAD



Um den aktuellen Wert der zukünftigen Verpflichtungen zu bestimmen, setzen die Vorsorgeeinrichtungen nicht die erwarteten Renditen ein, sondern den technischen Zinssatz. Es gibt in Bezug auf die Höhe des technischen Zinssatzes keine gesetzlichen Bestimmungen, jedoch eine Fachrichtlinie der Schweizerischen Kammer der Pensionskassen-Experten SKPE, die einen Referenzzinssatz in Abhängigkeit der Performance-Entwicklung des Pictet-BVG-25plus-Indexes und der Renditen der 10-jährigen Bundesobligationen empfiehlt. Zurzeit liegt der empfohlene technische Zinssatz der SKPE bei 2,75%. Die Bandbreite der von den untersuchten Vorsorgeeinrichtungen gewählten technischen Zinssätze liegt zwischen 2% und 4%. Eine Vorsorgeeinrichtung rechnet mit einem technischen Zinssatz von sogar weniger als 2%. Von den 35 untersuchten Pensionskassen rechnen jedoch 25 mit einem technischen Zinssatz, der über dem von den Fachexperten empfohlenen Referenzzinssatz von 2,75% liegt. Würden diese Pensionskassen den Referenzzinssatz der SKPE anwenden, so würde deren Deckungsgrad tiefer liegen. Aus wissenschaftlicher Sicht werden die Deckungsgrade der überwiegenden Mehrheit der untersuchten Vorsorgeeinrichtungen demnach zu positiv dargestellt.

In Anbetracht der anspruchsvollen Situation auf den Kapitalmärkten war in den letzten Jahren eine Tendenz zu tieferen technischen Zinssätzen festzustellen. Diese dürfte sich auch in Zukunft fortsetzen. Zahlreiche Vorsorgeeinrichtungen haben bereits bekannt gegeben, den technischen Zinssatz anzupassen. Eine der teilnehmenden Vorsorgeeinrichtungen wird den Zinssatz Ende 2015 von 2.25% auf 1.75% senken. Die kantonale Zürcher Pensionskasse BVK gab bekannt, den technischen Zinssatz per Anfang 2017 von aktuell 3.25% auf 2% zu senken.

Abbildung 5: Technische Zinssätze der teilnehmenden Vorsorgeeinrichtungen



Die in der Untersuchung gesammelten Daten zeigen auf, dass privatrechtliche Vorsorgeeinrichtungen den technischen Zinssatz tendenziell tiefer ansetzen als öffentlich-rechtliche, und Pensionskassen aus der Deutschschweiz tendenziell tiefere Zinssätze wählen als diejenigen aus der Westschweiz. Diese Erkenntnis deckt sich mit den Ergebnissen anderer Studien.

## 2. Interne Entscheidungsprozesse

### 2.1. STIFTUNGSRAT

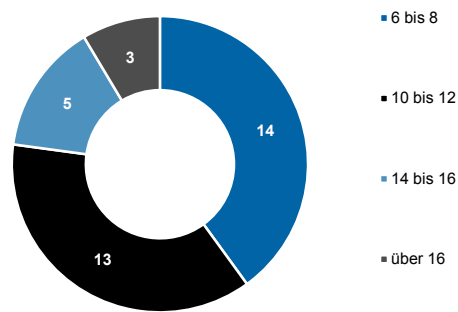
Der Stiftungsrat ist das oberste Führungsorgan einer registrierten Schweizer Vorsorgeeinrichtung. Gemäss den gesetzlichen Bestimmungen sind die Vorsorgeeinrichtungen paritätisch zu verwalten. Dies bedeutet, dass die Organe einer Vorsorgeeinrichtung, die für das Erstellen bzw. das Anpassen von Reglementen zuständig sind und über Finanzierung und Anlagen entscheiden, eine identische Anzahl Vertreterinnen und Vertreter der Versicherten und des Arbeitgebers aufweisen müssen.

Die Verantwortung des Stiftungsrats hat seit der Strukturreform von 2011 markant zugenommen. Art. 51a Abs. 2 BVG regelt die unübertragbaren und unentziehbaren Aufgaben des Stiftungsrats:

- Festlegung des Finanzierungssystems
- Festlegung von Leistungszielen und Vorsorgeplänen, sowie der Grundsätze für die Verwendung der freien Mittel
- Erlass und Änderung von Reglementen
- Erstellung und Genehmigung der Jahresrechnung
- Festlegung der Höhe des technischen Zinssatzes und der übrigen technischen Grundlagen
- Festlegung der Organisation
- Ausgestaltung des Rechnungswesens
- Bestimmung des Versichertenkreises und Sicherstellung ihrer Information
- Sicherstellung der Erstausbildung und Weiterbildung der Arbeitnehmer- und Arbeitgebervertreter
- Ernennung und Abberufung der mit der Geschäftsführung betrauten Personen
- Wahl und Abberufung des Experten für berufliche Vorsorge und der Revisionsstelle
- Entscheid über die ganze oder teilweise Rückdeckung der Vorsorgeeinrichtung und über den allfälligen Rückversicherer
- Festlegung der Ziele und der Grundsätze der Vermögensverwaltung, sowie der Durchführung und Überwachung des Anlageprozesses
- periodische Überprüfung der mittel- und langfristigen Übereinstimmung zwischen der Anlage des Vermögens und den Verpflichtungen
- Festlegung der Voraussetzungen für den Rückkauf von Leistungen
- bei Vorsorgeeinrichtungen öffentlich-rechtlicher Körperschaften; Festlegung des Verhältnisses zu den angeschlossenen Arbeitgebenden und der Voraussetzungen für die Unterstellung weiterer Arbeitgeber

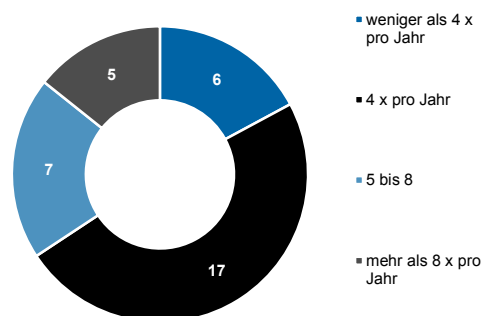
Viele Pensionskassen zählen in ihren Stiftungsräten 6, 8, 10 oder 12 Mitglieder. Nur grosse Pensionskassen bestücken den Stiftungsrat mit mehr Mitgliedern. Die nach Anzahl der versicherten Personen grösste Schweizer Vorsorgeeinrichtung, die BVK des Kantons Zürich, weist einen Stiftungsrat mit 18 Mitgliedern aus. Auch der Stiftungsrat der MPK Migros-Pensionskasse zählt 18 Mitglieder. In verschiedenen Stiftungsräten sitzen zusätzlich Vertreterinnen und Vertreter der Rentenbeziehenden. Oft sind sie jedoch ohne Stimmrecht.

Abbildung 6: Anzahl Stiftungsräte



Bezüglich Sitzungsrhythmus lautet der Befund zumeist, dass im Stiftungsrat vier Sitzungen pro Jahr stattfinden, typischerweise eine pro Quartal. Es bestehen aber grosse Unterschiede. Zwei Pensionskassen gaben an, dass der Stiftungsrat nur zweimal pro Jahr zu einer Sitzung einberufen wird. Dabei handelt es sich nicht um kleine Vorsorgeeinrichtungen, verwalten doch beide Vorsorgevermögen in Milliardenhöhe. Bei mehr als einer Pensionskasse tagt der Stiftungsrat sogar monatlich. Tendenziell handelt es sich hierbei um grössere Pensionskassen. Nicht zu den ordentlichen Sitzungen wurden Schulungen, zusätzliche Workshops usw. gezählt.

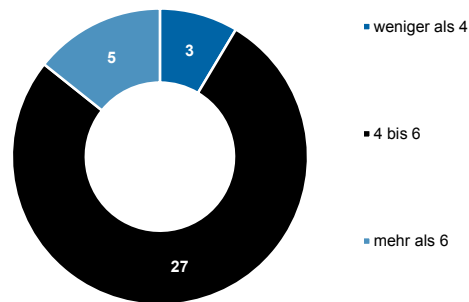
Abbildung 7: Anzahl Sitzungen im Stiftungsrat



## 2.2. ANLAGEKOMMISSION

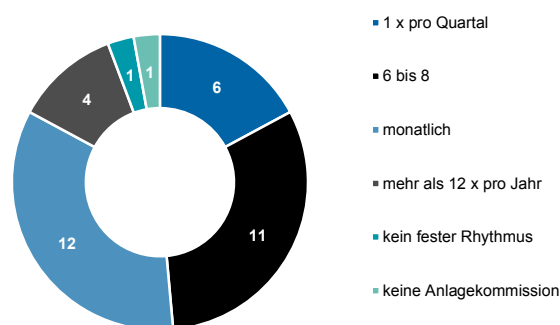
Für die Anlagekommission – oft auch Anlageausschuss oder Anlagekomitee genannt – gilt die gesetzliche Bestimmung der paritätischen Bestellung nicht. Unter den untersuchten Vorsorgeeinrichtungen befinden sich mehrere, die entweder eine höhere Anzahl Arbeitnehmer- oder eine höhere Anzahl Arbeitgebervertreter in den Anlagekommissionen ausweisen. Die Aargauische Pensionskasse ist die einzige, die keine Anlagekommission gebildet hat. Dies dürfte auch schweizweit unter den mittleren und grösseren Pensionskassen eine Ausnahme darstellen. In Zusammenhang mit der Aargauischen Pensionskasse gilt es indes zu beachten, dass sie fast monatlich Stiftungsratssitzungen durchführt und damit auf Stufe des obersten Führungsorgans schnell auf sich verändernde Verhältnisse an den Finanzmärkten reagieren kann. Verfügt eine Vorsorgeeinrichtung zusätzlich über Ausschüsse, so wird in der Regel eine Anlagekommission gebildet. Je nach Grösse der Vorsorgeeinrichtung bestehen oft noch weitere Kommissionen, wie zum Beispiel Immobilien-, Vorsorge- oder Risikokommission.

Abbildung 8: Anzahl Sitzungen im Stiftungsrat



Die typische Grösse von Anlagekommissionen besteht aus vier bis sechs Mitgliedern. Nur drei Pensionskassen haben ein kleineres Gremium. Vier Vorsorgeeinrichtungen verfügen über Anlagekommissionen mit acht oder zehn Mitgliedern. Bei der Mehrheit dieser Pensionskassen handelt es sich um Vorsorgeeinrichtungen von grösseren privaten Arbeitgebern.

Abbildung 9: Anzahl Sitzungen in der Anlagekommission



Die Mitglieder der Anlagekommissionen tagen zumeist monatlich oder jeden zweiten Monat. Nur wenige Anlagegremien berufen ihre Mitglieder zu quartalsweisen Sitzungen ein oder zu häufigeren Meetings als jeden Monat. In speziellen Situationen wie beispielsweise im Krisenjahr 2008 kann es auch zu zusätzlichen Sitzungen oder Telefonkonferenzen kommen. Eine Pensionskasse sprach mit Verweis auf 2008 von wöchentlichen Gesprächen, eine andere von Gesprächen alle zwei Wochen. Auch 2015 haben einige Pensionskassen mit zusätzlichen Meetings auf die neue Situation in Folge der Aufhebung des Euro-Mindestkurses reagiert.

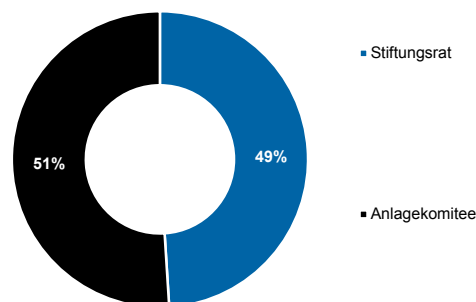
### 2.3. AUFGABENVERTEILUNG

Der Entscheidungsprozess gibt darüber Auskunft, welches Gremium für welche Aufgaben aus dem Anlagebereich zuständig ist. Die langfristige Anlagestrategie wird durch den Stiftungsrat festgelegt. Er stützt sich dabei häufig auf versicherungstechnische Gutachten oder Asset & Liability-Management-Studien (ALM-Studien). Die ALM-Studien werden oft in einem Dreijahres-Rhythmus in Auftrag gegeben. Entsprechend erfolgt die Anpassung der langfristigen Anlagestrategie nicht jährlich, sondern in grösseren Zeitabständen.

Vorsorgeeinrichtungen in Unterdeckung stehen vor besonderen Herausforderungen. Sie sehen sich mit dem Dilemma konfrontiert, dass sie sich einerseits eine unterdurchschnittliche Performance ihrer Anlagen nicht leisten können. Andererseits ist ihre Risikofähigkeit eingeschränkt ist. Ohne Eingehen von zusätzlichen Risiken sind im Anlagebereich jedoch keine hohen Renditen zu erzielen. Betroffene Pensionskassen, von denen es in der Untersuchung mehr als eine gibt, lassen jährlich eine ALM-Studie erstellen, um ihre Risikofähigkeit im Anlagebereich häufiger überprüfen zu können.

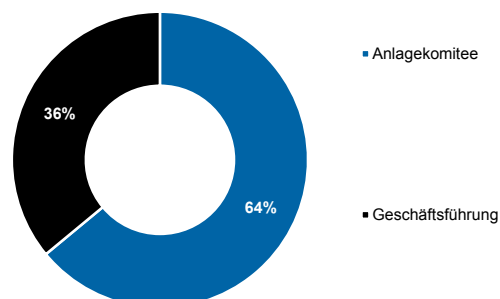
Für die Benchmarks, die oft in Zusammenhang mit der Überarbeitung der langfristigen Anlagestrategie, respektive auf Basis einer neuen ALM-Studie, festgelegt werden, ist in der Regel der Stiftungsrat oder das Anlagekomitee zuständig. Unter Benchmark wird die Definition einer Referenzgröße, die im Hinblick auf die Entwicklung der Performance herangezogen wird, verstanden. Bei der Festlegung von Anlagestrategie und Wahl der Benchmark nehmen auch externe Mitglieder in Stiftungsrat oder Anlagekomitee Einfluss, sofern eine Pensionskasse über solche externe Mitglieder verfügt. Für bestimmte Anlagen, vor allem aus dem Bereich der alternativen Anlagen, ist es schwierig, einen geeigneten Benchmark zu finden. Wird für eine Anlage ein externer Asset Manager bestimmt, so wird die relevante Benchmark meistens im Vertrag zwischen ihm und der Pensionskasse definiert.

Abbildung 10: Festlegung der Benchmark



Während der Stiftungsrat die Grundsätze der Anlagepolitik festlegt, obliegt die Umsetzung der Anlagestrategie dem Anlagekomitee respektive der Geschäftsführung. Mitunter bereitet die Geschäftsführung die Entscheidungsgrundlagen vor und das Anlagekomitee befindet darüber definitiv. Gerade bei Ausschreibung neuer Mandate oder Auflösung bestehender entscheidet oft das Anlagekomitee. In vielen Fällen nehmen sowohl Geschäftsführung als auch Anlagekomitee Aufgaben bei der Umsetzung der Anlagestrategie wahr. Dabei gehen viele Pensionskassen nach dem Grundsatz vor, dass die Asset Allocation auf Ebene Stiftungsrat entschieden wird und für die Umsetzung, insbesondere die taktischen Entscheide und die Wahl der Asset Manager, Geschäftsführung und Anlagekomitee zuständig sind. Bei gewissen Pensionskassen können die für die Umsetzung der Anlagestrategie zuständigen Fachpersonen innerhalb der vom Stiftungsrat beschlossenen Bandbreiten für die einzelnen Anlagekategorien frei agieren.

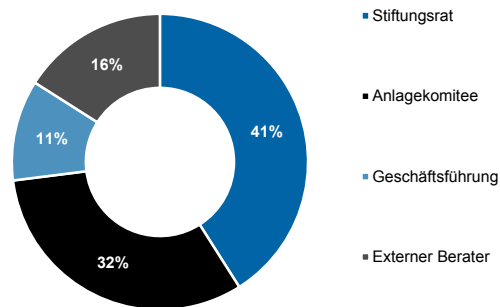
Abbildung 11: Umsetzung der Anlagestrategie



Die für die Überwachung der Anlageresultate notwendigen Informationen werden in der Regel vom Global Custodian geliefert. Teilweise werden die Angaben auch von spezialisierten Beratern überprüft und bearbeitet. Die Aufgaben rund um die Überwachung der Anlageresultate können somit auf mehrere Stellen aufgeteilt werden. Dabei prüft der Global Custodian, ob die Richtlinien eingehalten wurden. Die Geschäftsführung führt auf den Anlagen ein Risiko-Controlling durch und das Anlagekomitee entscheidet über die eingesetzten Asset Manager.

Mehrere Vorsorgeeinrichtungen engagieren auch externe Investment Controller, die in der Überwachung der Anlageresultate Unterstützung bieten. Wäre ein Investment Controller gleichzeitig auch Berater bei der Auswahl von Asset Manager, würden sich jedoch Interessenkonflikte ergeben. Aus Sicht einer zeitgemässen Corporate Governance sollten solche Ämterkumulationen nicht vorkommen dürfen. In Bezug auf die Periodizität wird die Überwachung der Anlageresultate oft monatlich, teilweise aber auch viertel- oder halbjährlich vorgenommen.

Abbildung 12: Überwachung der Anlageresultate



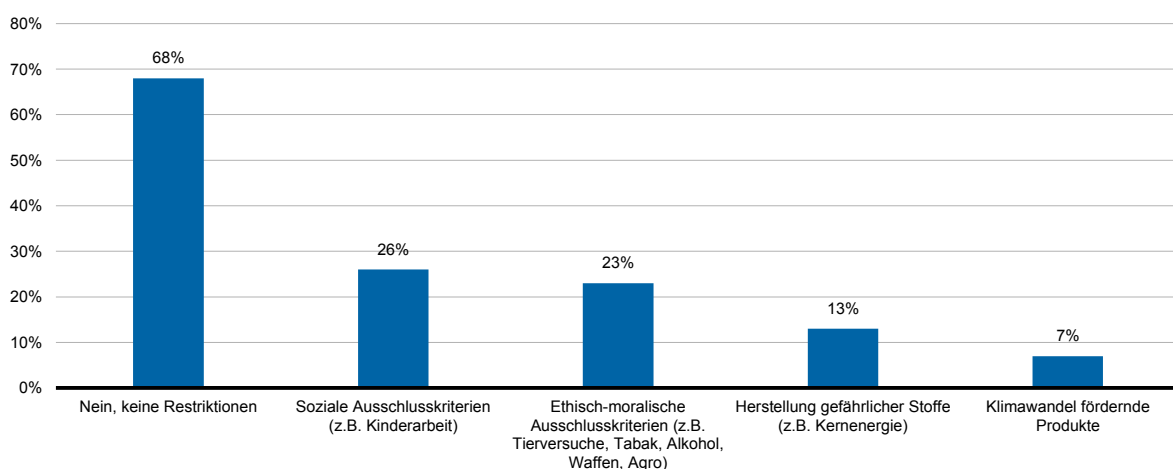
## 2.4. INTERNER ENTSCHEIDUNGSPROZESS

### 2.4.1. Ethisch motivierte Restriktionen

Über zwei Drittel der befragten Pensionskassen haben keine entsprechenden Restriktionen in ihrem Anlagereglement festgelegt. Die häufigste Begründung dafür ist das Primat der Renditeerzielung für die Versicherten. Es gebe zu wenig Evidenz, dass bei diesbezüglichen Restriktionen die Rendite nicht leide, heisst es etwa. Werden dennoch explizite oder teilweise auch implizite (d.h. nicht im Anlagereglement stipulierte) Restriktionen genannt, so sind sie vorwiegend im Bereich sozialer Aspekte (z. B. Kinderarbeit) oder ethisch-moralischer Ausschlusskriterien (z. B. agrarische Rohstoffe) verankert. Grundsätzlich ermöglicht aber auch im passiven Asset Management ein individuelles Mandat, auf Basis eines berechneten Indexes mit Ausschlusskriterien die eigene Nachhaltigkeitsstrategie zu implementieren.

Abbildung 13: Gibt es beim Einsatz einzelner Anlagekategorien ethisch motivierte Restriktionen?

### IN % DER VORSORGE EINRICHTUNGEN



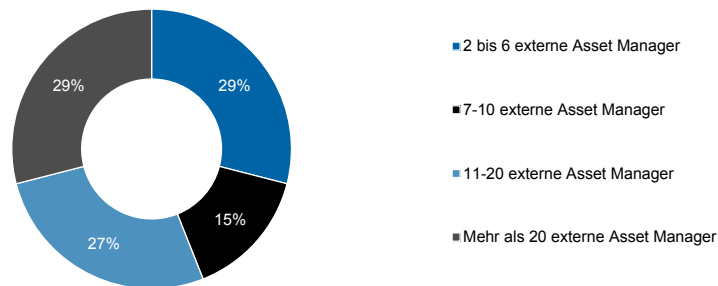


## 3. Auswahlkriterien für externe Asset Manager

### 3.1. NUTZUNG VON EXTERNEN ASSET MANAGER

Gemäss Art. 48f BVV 2, müssen die mit der Verwaltung von Vermögen der beruflichen Vorsorge betrauten Personen strenge Anforderungen erfüllen. Sie sollen über eine Zulassung der Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK BV) verfügen, wenn sie nicht zu den unter Art. 48f Abs. 4 BVV 2 genannten Institutionen gehören oder nach Abs. 6 keine Zulassung benötigen. Wie zum Beispiel im Anlagereglement der SBB festgehalten, sind «Manager Mandatsträger mit direkter Performance-Verantwortung.» Präzisiert wird auch, dass als Manager nur Personen respektive Institutionen in Frage kommen, die über einen guten Ruf verfügen und periodisch schriftlich bestätigen, dass sie die gesetzlichen Governance-Bestimmungen gemäss Art. 48f-I BVV2 einhalten (Pensionskasse SBB, S. 7).

Abbildung 14: Wie viele externe Asset Manager werden genutzt?



Zu den externen Asset Manager zählen auch Anlagestiftungen, Fonds und Limited Partnerships. Die Mandate umfassen alle typischen Anlagekategorien, von der Liquidität über die verschiedenen Obligationen und Immobilien bis hin zu den alternativen Anlagen. Auch die Währungsabsicherung repräsentiert oft eine eigene Mandatskategorie. Abbildung 14 illustriert, dass rund 29% der befragten Vorsorgeeinrichtungen mit über 20 externen Asset Manager, respektive Mandatsträgern, zusammenarbeiten. Damit wird ein Klumpenrisiko vermieden. Ziel ist es, eine gute Diversifikation der Asset-Management-Stile zu erreichen.

Tabelle 5: Anzahl der externen Asset Manager nach Grösse der Vorsorgeeinrichtung

	2 - 6 Asset Manager	7 - 10 Asset Manager	11 - 20 Asset Manager	Mehr als 20 Asset Manager
< CHF 750 Mio.	2	0	0	1
CHF 751-2000 Mio.	3	2	1	3
CHF 2001-5000 Mio.	3	0	2	1
CHF 5001-10000 Mio.	0	2	2	2
> CHF 10000 Mio.	2	2	1	3

Nicht als externe Asset Manager wurden die spezialisierten Abteilungen eines angeschlossenen Arbeitgebers qualifiziert. Bei einigen Vorsorgeeinrichtungen aus dem Finanzbereich – wie beispielsweise den Pensionskassen von ZKB oder Swiss Life – findet keine unabhängige Wahl von externen Manager statt, falls das gesamte Anla-

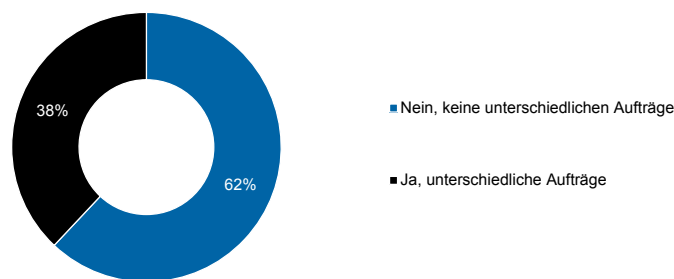
gevolumen durch den Arbeitgeber verwaltet wird. Das Asset Management der Finanzdienstleister kann seinerseits jedoch externe Manager mit der Verwaltung von Vermögen beauftragen.

Die hohe Zahl externer Asset Manager ist erstaunlich, umso mehr als die Korrelation zwischen der Grösse einer Vorsorgeeinrichtung (gemessen am verwalteten Anlagevermögen) und der Anzahl externer Mandate nicht so eindeutig ausfällt wie man vielleicht erwartet hätte (vgl. Tabelle 5). So gibt es zwar bei den kleineren und mittleren Pensionskassen überproportional viele, welche maximal sechs externe Mandate vergeben. Doch vor allem die Zusammenarbeit mit 20 oder mehr Asset Managern ist sowohl bei mittleren als auch grossen Pensionskassen weit verbreitet.

### 3.2. AUFTRAGSFORMULIERUNG AN DEN EXTERNEN ASSET MANAGER

Über 60% der Mandate, welche an verschiedene externe Asset Manager vergeben werden, sind inhaltlich identisch. Dies bedeutet nichts anderes, als dass man die Performance der einzelnen Asset Manager vergleichen will.

Abbildung 15: Erhalten die externen Asset Manager unterschiedliche Aufträge?

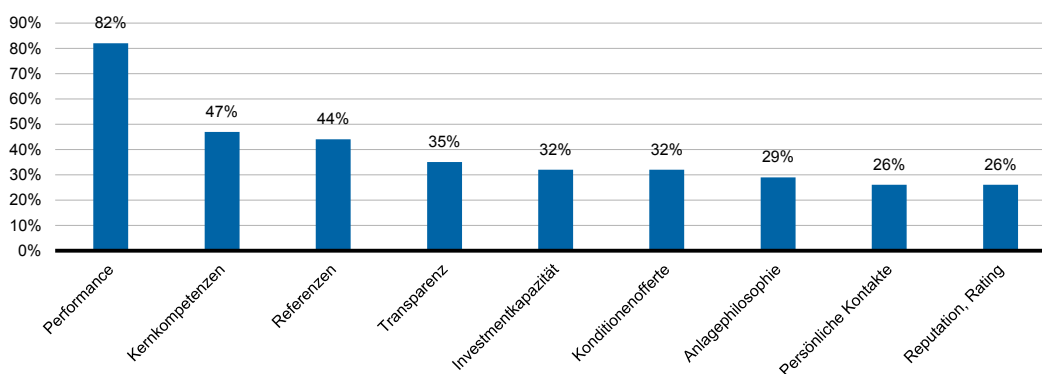


### 3.3. AUSWAHLKRITERIEN

Nur gerade eine einzige – allerdings gewichtige – Vorsorgeeinrichtung sprach sich explizit gegen das Kriterium des Track Record (Performance) als Auswahlkriterium aus, da dieses «sowieso manipuliert sei». Kernkompetenzen und Spezialisierungsgrad werden, deutlich abgeschlagen, als zweitwichtigstes Auswahlkriterium genannt. Referenzen von anderen Pensionskassen werden fast ebenso oft aufgeführt. Generell fällt auf, dass gerade kleinere und mittlere Pensionskassen (Assets under Management max. CHF 2 Milliarden) gut untereinander vernetzt sind. Hier spielt vereinzelt auch noch die Sprache eine Rolle, da die Stiftungsräte oft einen gleichsprachigen Kontakt vorziehen.

Abbildung 16: Folgende Auswahlkriterien stehen bei der Manager Wahl im Vordergrund:

#### AUSWAHLKRITERIEN IN % DER NENNUNGEN

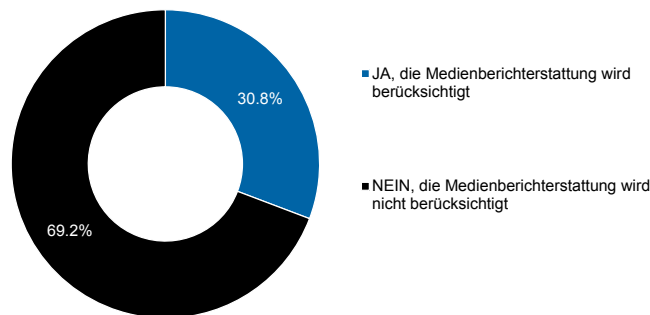


Zu erstaunen mag, dass das Kriterium Konditionenofferte weniger oft genannt wurde als Referenzen. Einige Anlageverantwortliche werden gleich wie jener Befragte denken, der betonte, dass es nichts bringe, wenn er

einen Mandatsträger oder Asset Manager punkto Kosten zu stark unter Druck setze. Schliesslich gehe man eine langfristige Geschäftsbeziehung ein, und da müsse es für beide Seiten stimmen.

Die Frage nach der Berücksichtigung der Medienberichterstattung im Zusammenhang mit der Auswahl von externen Asset Manager wurde von fast 70% der befragten Pensionskassen verneint. In jenen Fällen, die eine Berücksichtigung bejahten, wurde dies vor allem mit Ausschlusskriterien, wie zum Beispiel dem möglichen negativen Einfluss von unerwartet schlechten Unternehmenskennzahlen, einer potenziell unvorteilhaften M&A-Tätigkeit oder ganz generell mit drohenden Reputationsrisiken begründet.

Abbildung 17: Berücksichtigen Sie bei der Manager Auswahl die Berichterstattung in den Medien?



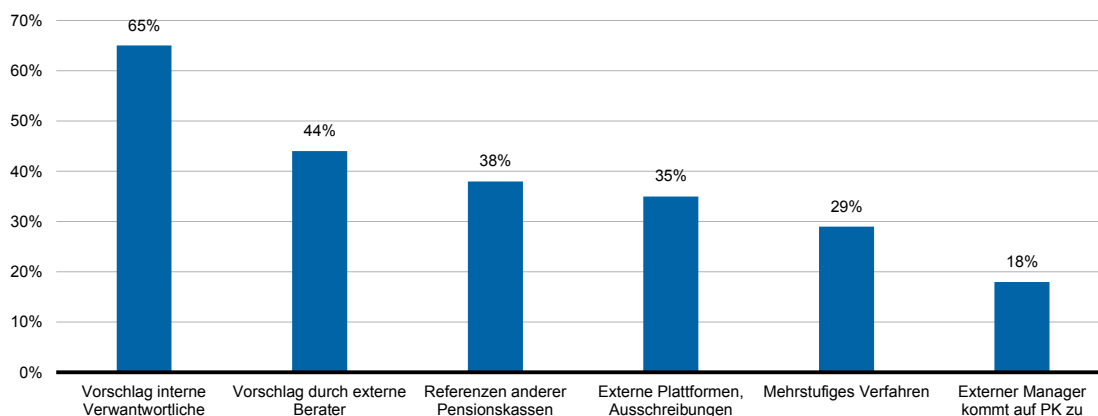
### 3.4. IDENTIFIKATION NEUER ASSET MANAGER

Wie Abbildung 18 verdeutlicht, sind es mehrheitlich die internen Anlageverantwortlichen, welche die Initiative ergreifen, und nicht umgekehrt. Um es mit den Worten einer grossen Vorsorgeeinrichtung zu formulieren: «Von manchen Asset Manager werden die Erfolgchancen von Eigeninitiative oder gar Cold Calls total überschätzt.»

Bei der Identifikation neuer Asset Manager spielen externe Berater eine wichtige Rolle. Man muss sich das so vorstellen, dass dabei der Berater sozusagen die Rolle der externen Plattform übernimmt.

Abbildung 18: Wie identifizieren Sie neue Asset Manager?

#### IN % DER VORSORGE EINRICHTUNGEN



Entschieden wird aber, wie von den meisten Befragten betont wurde, selber – und dies keineswegs immer nur im Sinne der jeweiligen Berater. In der Westschweiz hätten die externen Berater allerdings weniger Einfluss auf die Selektionsentscheidungen als im deutschsprachigen Raum, erläuterte einer der Befragten. Man arbeite dort bevorzugt mit den internen Spezialisten.

Referenzen anderer Vorsorgeeinrichtungen sind allerdings fast ebenso wichtig wie die Inputs der externen Berater. Die Anlageverantwortlichen sind vernetzt, wobei einzelne renommierte Namen besonders oft auftauchen. Gerade bei komplexen Spezialmandaten wie im Private-Equity-Bereich informiert man sich gerne bei Kollegen, welche bereits entsprechende Erfahrungen gesammelt haben.

Eine wachsende Bedeutung kommt externen Plattformen (zum Beispiel IPE Quest oder Investor Intelligence Network) zu. IPE Quest basiert auf der umfangreichen Datenbasis von IPE Investments & Pensions und bietet eine detaillierte Managersuche an, die sozusagen das ganze Universum aufgezeigt (IPE Quest, 2015). Dies ermöglicht, in einem ersten Schritt die Erstellung einer Long List, welcher dann die Short List folgt. Dies bedeutet (nicht nur bei grossen Vorsorgeeinrichtungen), dass es zu Ausschreibungen mit mehrstufigen Verfahren kommt.

Das Domizil des Asset Manager spielt im Allgemeinen keine zentrale Rolle. Nicht ganz einig war man sich allerdings in Bezug auf die Qualität der Schweizer Asset Manager: Vereinzelt wurde von einigen Vorsorgeeinrichtungen betont, dass Schweizer Asset Manager keineswegs immer best-in-class seien. Oft verfüge der ausländische Konkurrent in seinem Spezialgebiet über die grössere Erfahrung, während man bei Schweizer Anbietern manchmal den Eindruck habe, man wolle „überall ein wenig dabei sein“ anstatt sich auf ausgewählte Kernkompetenzen zu konzentrieren. Andere Interview-Partner vertraten die gegenteilige Meinung und lobten die hohe Kompetenz der Schweizer Asset Manager. Speziell hervorgehoben wurde mehrmals, dass man im Zusammenhang mit Mandaten oder Anlagelösungen von Schweizer Werten auch Schweizer Asset Manager bevorzuge.

Die Kunst besteht für die Anlageverantwortlichen darin, zum richtigen Zeitpunkt den richtigen Manager zu identifizieren. Bei der Selektion eines neuen Manager wird deshalb oft ein kompletter Due-Diligence-Prozess angewendet, wie Abbildung 19 am Beispiel der Pensionskasse SBB illustriert (Pensionskasse SBB, 2015).

Abbildung 19: Prozess der Manager-Selektion



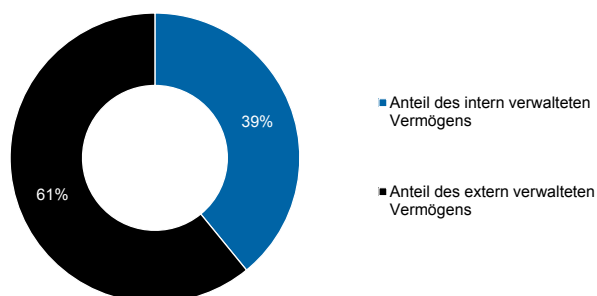
Quelle: (Pensionskasse SBB, 2015)

## 4. Anlagegrundsätze

### 4.1. INTERNE VERSUS EXTERNE VERMÖGENSVERWALTUNG

Über 60% der untersuchten Anlagevermögen werden extern verwaltet, was die Bedeutung der externen Asset Manager für die Schweizer Vorsorgeeinrichtungen (VE) unterstreicht. Nicht überraschend ist die Tatsache, dass bei den grossen Vorsorgeeinrichtungen (mit AuM von über CHF 10 Milliarden) tendenziell mehr intern verwaltet wird (Abbildung 20). Und doch gibt es auch bei den kleinen Einrichtungen mit weniger als CHF 750 Mio. Anlagevermögen nicht selten Fälle, wo man selber sehr aktiv ist.

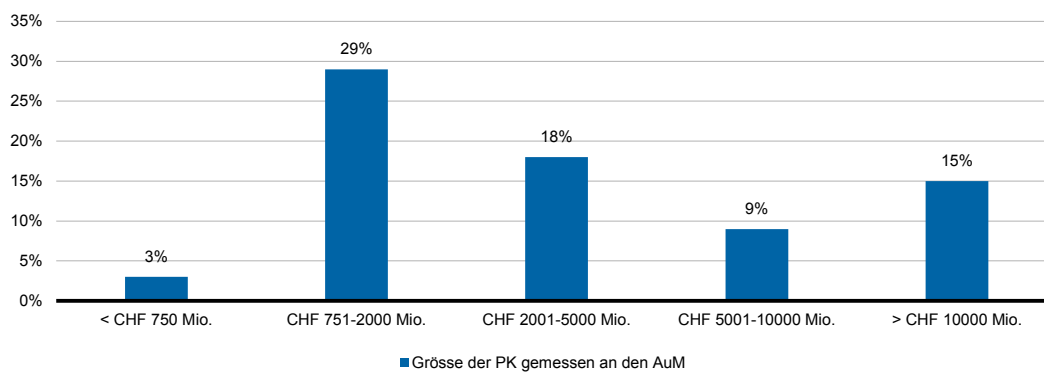
Abbildung 20: Anteile intern/extern verwalteter Vermögen



Interessant ist, dass teilweise explizit darauf hingewiesen wurde, dass die Schweizer Pensionskassenlandschaft immer noch zu stark fragmentiert sei. Vereinzelt liessen Gesprächspartner auch durchblicken, dass man als grosse Einrichtung der beruflichen Vorsorge im zu erwartenden Konsolidierungsprozess gerne eine aktive Rolle spielen möchte.

Abbildung 21: Extern verwaltetes Vermögen nach Grösse der Vorsorgeeinrichtung (VE)

#### % DER VE, WELCHE MIND. 50% DER AUM EXTERN VERWALTEN



## 4.2. ABSICHERUNG VON FREMDWÄHRUNGEN

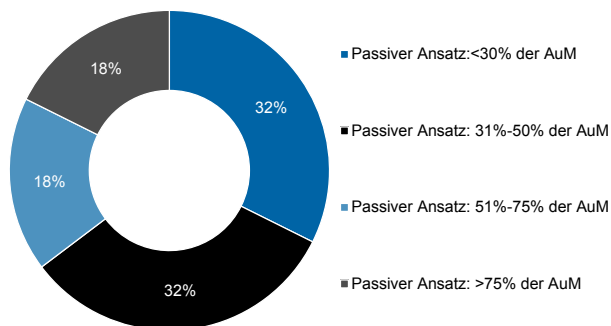
Gemäss OAK BV waren 2014 nur 17% der Anlagen der Vorsorgeeinrichtungen Fremdwährungsrisiken ausgesetzt und damit nicht abgesichert (OAK BV, 2015, S. 9). Wechselkursschwankungen bestanden nicht nur gegenüber dem Euro, sondern vor allem auch gegenüber dem US-Dollar, welcher 2014 gegenüber dem Schweizer Franken zulegen konnte. Viele Vorsorgeeinrichtungen nutzen ein koordiniertes Vorgehen über alle Anlageklassen hinweg. Im Allgemeinen legen die Pensionskassen die Absicherungsquote unter Berücksichtigung des Gesamtportfolios fest. So indiziert die Pensionskasse Post in ihrem Geschäftsbericht für 2014, dass durch systematische Absicherung der Fremdwährungsrisiken dafür gesorgt wird, dass der Anteil Fremdwährungen am Gesamtvermögen nie über der Maximallimite gemäss Anlagestrategie von 11% liegt (Pensionskasse Post, 2015, S.29).

Sowohl 2014 als auch 2015 spielte die Währungsabsicherung das «Zünglein an der Waage», was die erzielte Performance betrifft. Wurde bei manchen Pensionskassen das 2014 erzielte Ergebnis durch die weitgehende Währungsabsicherung auf den ausländischen Anlagen spürbar negativ beeinflusst (Aufwertung des US-Dollars), war es 2015 vielerorts umgekehrt: Weitgehende Währungsabsicherungen konnten die Aufhebung des Euro-Mindestkurses zu einem grossen Teil abfedern.

## 4.3. ANLAGESTIL

Indexiert oder passiv investieren heisst für viele nichts anderes, als die Referenzindizes möglichst genau nachzubilden. Dem ist aber schon längst nicht mehr so: Es geht vielmehr darum, die jeweiligen Indizes kostenadjustiert abzubilden. Demgegenüber wird beim aktiven Asset Management bewusst vom Benchmark abgewichen, um diese punkto Performance zu übertreffen. Verfechter des passiven Anlagestils argumentieren oft, dass die verschiedenen Anlageklassen seit einigen Jahren immer stärker korrelieren und die Diversifikationsvorteile einer breit gestreuten Anlagepolitik entsprechend abgenommen hätten.

Abbildung 22: Welchen Anlagestil verfolgen Sie?



Ein paar Beispiele sollen verdeutlichen, weshalb viele Schweizer Pensionskassen mehrheitlich passiv investieren. Bei der BVK wie auch der Publica erfolgt die Umsetzung der Anlagestrategie nach verbindlichen Grundsätzen, sogenannten «Investment beliefs». Dabei macht die BVK klar, dass man weder sich selbst noch anderen Marktteilnehmern eine überdurchschnittliche Prognosefähigkeit zutraue (BVK, 2013, S. 5). Deshalb investiert man bei Core-Anlagen grundsätzlich indexnah, d.h. passiv. Andere Pensionskassen argumentieren ähnlich. So schreibt die Pensionskasse SBB in ihrem Anlagereglement, dass man davon ausgehe, dass sich die Märkte weitgehend effizient verhalten, d.h. dass höhere Renditen nur durch Inkaufnahme von höheren Risiken erwartet werden können (Pensionskasse SBB, 2015). In effizienten Märkten sei eine nachhaltige Outperformance von aktiven Managern nicht zu beobachten, daher werde ohne spezielle Begründung kostengünstigen passiven Anlagen der Vorzug gegeben.

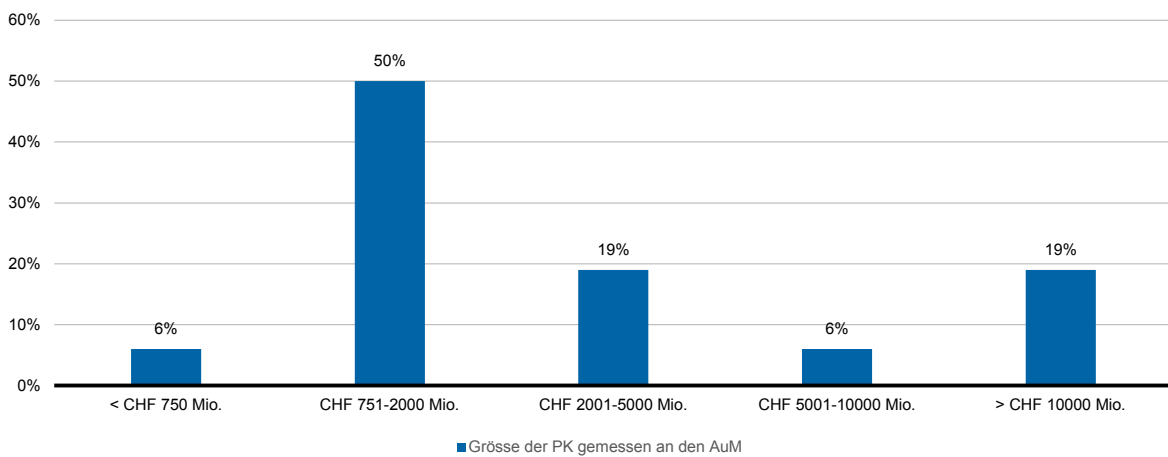
(Fonds-)Mandate können sowohl aktiv, semi-aktiv, passiv oder semi-passiv ausgestaltet sein. So vergibt eine der untersuchten Pensionskassen semi-passive Mandate mit der Vorgabe, einen tiefen Tracking Error zu erreichen

und somit indexnah zu investieren. Auch customized Indizes werden als Benchmark verwendet, so zum Beispiel im Bereich der Staatsobligationen, wo teilweise hochverschuldete Länder ausgeschlossen werden.

Im Zusammenhang mit dem Anlagestil lohnt sich ein genauer Blick auf die Grösse der Vorsorgeeinrichtungen ebenfalls: Rund die Hälfte jener Kassen, welche mindestens 70% des Vermögens passiv verwalten, repräsentieren mittelgrosse Einrichtungen mit einem Anlagevermögen von CHF 750 Millionen bis 2 Milliarden.

Abbildung 23: Anlagestil nach Grösse der Vorsorgeeinrichtung (VE)

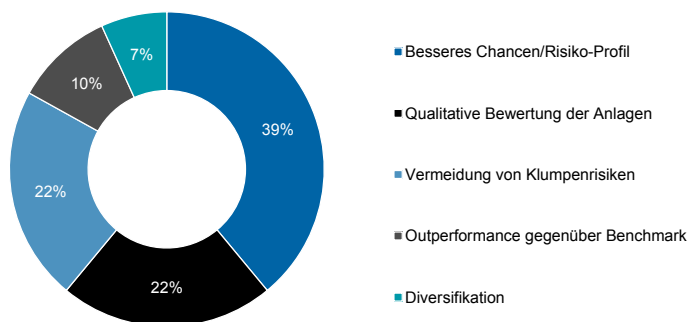
**% DER VE, WELCHE MIND. 70% DER AUM PASSIV VERWALTEN**



**4.4. AKTIVE ASSET ALLOCATION - VORTEILE UND ZUKUNFTSAUSSICHTEN**

Beim passiven Investieren kommt nicht nur der strategischen Asset Allocation eine enorme Bedeutung zu, sondern auch der Auswahl der Indizes. Indizes können jedoch Klumpenrisiken enthalten.

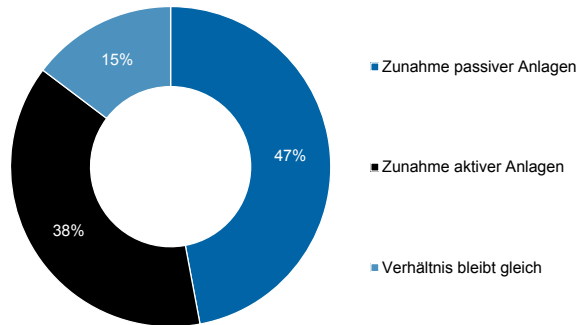
Abbildung 24: Welches sind Ihrer Meinung nach die grössten Vorteile einer aktiven Asset Allocation?



Die an der Untersuchung teilnehmenden Vorsorgeeinrichtungen wurden mit der Frage nach den potenziellen Vorteilen einer aktiven Asset Allocation konfrontiert. Das möglicherweise verbesserte Chancen/Risiko-Profil wurde mit Abstand am häufigsten genannt. Der aktive Manager hat in peripheren Märkten, die von der Masse weniger beachtet werden, die grösste Erfolgsaussichten. Ein gutes Beispiel dafür stellen die Nebenwerte im Schweizer Aktienmarkt dar.

Der Anlageverantwortliche einer grossen Pensionskasse brachte es auf den Punkt: Er vertritt die Überzeugung, dass man bei guten Resultaten eher zu aktiven Anlagen tendiere als umgekehrt. In die gleiche Richtung zielt auch die Aussage eines anderen Befragten, der bei anziehenden Zinssätzen eine vermehrt aktive Bewirtschaftung der Bonds erwartet. Wenn fast 50% der Befragten für die Zukunft eine Zunahme der passiven Anlagen erwarten, so ist das kein Widerspruch, im Gegenteil: Die meisten Vorsorgeeinrichtungen hatten 2015 mit ihrer Performance zu kämpfen und dürften deshalb bevorzugt passiv anlegen. Erhöhter Kostendruck führt ebenfalls dazu, dass vermehrt passiv investiert wird.

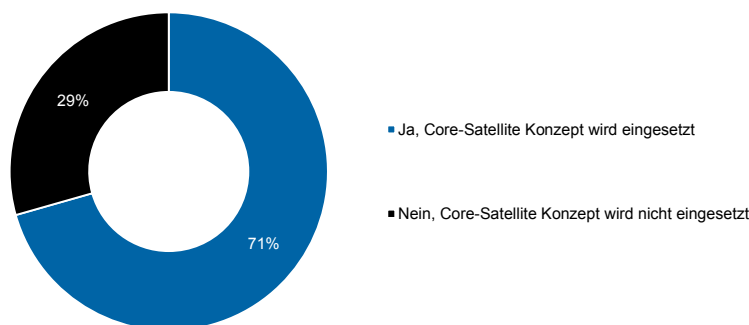
Abbildung 25: Wie wird sich das Verhältnis aktiver/passiver Anlagen in Zukunft verändern?



#### 4.5. CORE-SATELLITE-KONZEPT

Der Core-Satellite-Ansatz scheint sich bei den Vermögensanlagen der Schweizer Pensionskassen zunehmend durchzusetzen. Bei diesem Konzept setzt sich der Kern des Portfolios (Core) aus passiven Anlagen zusammen, welche die gewählten Indizes eng abbilden. Dazu werden im Zusammenhang mit aktiven Satelliten Anlagen in sogenannten ineffizienten Märkten wie Small Caps, Schwellenländer oder alternative Anlagen hinzugefügt (Satellite). Typischerweise werden etwa 75-80% der Anlagen im Core abgedeckt. Dabei sollten die Satelliten entweder eine höhere Rendite erwirtschaften oder weniger Risiko aufweisen als der Core-Teil. Formuliert man es mit den Worten eines der Anlageverantwortlichen, der mit diesem Konzept gute Erfahrungen gemacht hat, so «spielt die Musik in den Satelliten».

Abbildung 26: Setzen Sie ein Core-Satellite Konzept ein?



Eine Vorreiterrolle spielt die Migros Pensionskasse (Migros-Pensionskasse, 2009, S.2): Bereits 2009 wurde vom Management darauf hingewiesen, dass 85% des Portfolios mit Kernanlagen umgesetzt werden und die restlichen 15% auf Satellitenanlagen entfallen. Gleichzeitig kündigte man den Ausbau der Satelliten zwecks internationaler Diversifikation im Aktienbereich an. Bei der Pensionskasse Basel-Stadt wird dieser Ansatz bereits im Anlagereglement festgelegt (Pensionskasse Basel-Stadt, 2015). Hier liegt das Core-Portfolio im Bereich Obligationen nahe beim Swiss Bond Index. Im Bereich Aktien Inland wiederum wird der Swiss Performance Index repliziert.

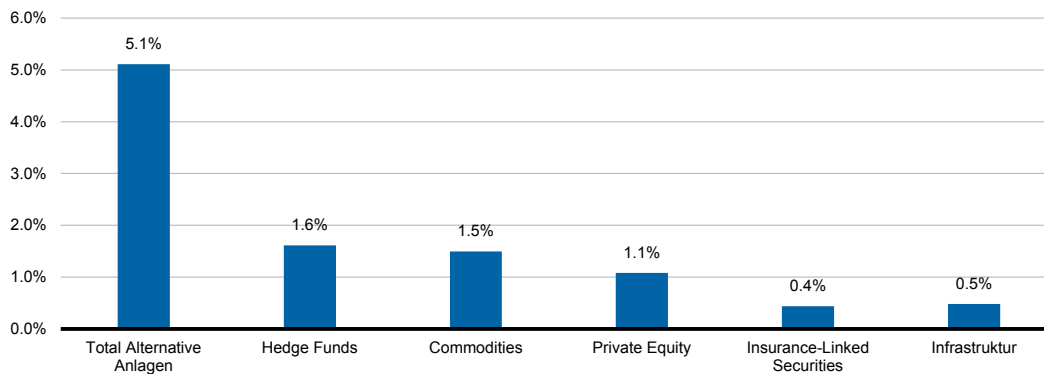


#### 4.6. AKTIVE ANLAGEPRODUKTE / SATELLITENPRODUKTE

Trotz Vorbehalten seitens des Regulators investieren Schweizer Pensionskassen stärker in alternative Anlagen und setzen dabei neben Hedge Funds, Commodities und Private Equity vermehrt auch auf neue Bereiche. Nicht zuletzt aufgrund der Suche nach einem Ersatz für die schlecht oder sogar negativ rentierenden Obligationen ist der Anteil alternativer Anlagen auch 2015 wieder gestiegen.

Abbildung 27: In welchen alternativen Anlagen sind Sie investiert?

##### ALLOKATION, GEWICHTET NACH AUM IN %



Die Anlagestrategie vieler Pensionskassen bezweckt, mittels einer breiten Diversifikation des Anlagevermögens unvollständig korrelierte Risikoprämien aus verschiedensten Quellen abzuschöpfen. Oft setzt man alternative Anlagen nicht nur aus Diversifikationsgründen, sondern auch aus Risikoüberlegungen ein.

Insgesamt beläuft sich bei den Hedge Fund Allokationen der gewichtete Mittelwert auf 1.6%. Entgegen aller Unkenrufen repräsentieren Dach-Hedge-Funds den höchsten – wenn auch in absoluten Zahlen nicht sehr grossen – Anteil unter den klassischen alternativen Anlagen. Unter klassisch verstehen wir die üblichen alternativen Anlagekategorien, so wie sie in den Lehrbüchern (Mostowfi, Meier, 2013, S. 13) oder durch die Chartered Alternative Investment Analyst Association (CAIA) definiert werden (Anson, 2012, S. 11). Der fast identische Anteil an Commodities und Private-Equity-Anlagen muss genauer hinterfragt werden: Aufgrund der deutlich positiven Indikationen für das laufende Geschäftsjahr und 2016 ist anzunehmen, dass der Private-Equity-Anteil bei verschiedenen Pensionskassen in Zukunft ausgebaut werden dürfte.

Die deutlichste Aussage eines Verbotes einer einzelnen Anlagekategorie findet sich im Anlagereglement vom 1.10.2014 der BVK: Gemäss Art. 26 sind übernommene Hedge-Fund-Anlagen interessewährend abzubauen und Neuinvestitionen sind untersagt (BVK, 2013, S. 14). Selbst im Zusammenhang mit agrarischen Rohstoffen, welche möglichst zu vermeiden seien, wird eine weniger deutliche Formulierung verwendet. Es ist allerdings darauf hinzuweisen, dass derartige Aussagen, eine Ausnahme darstellen.

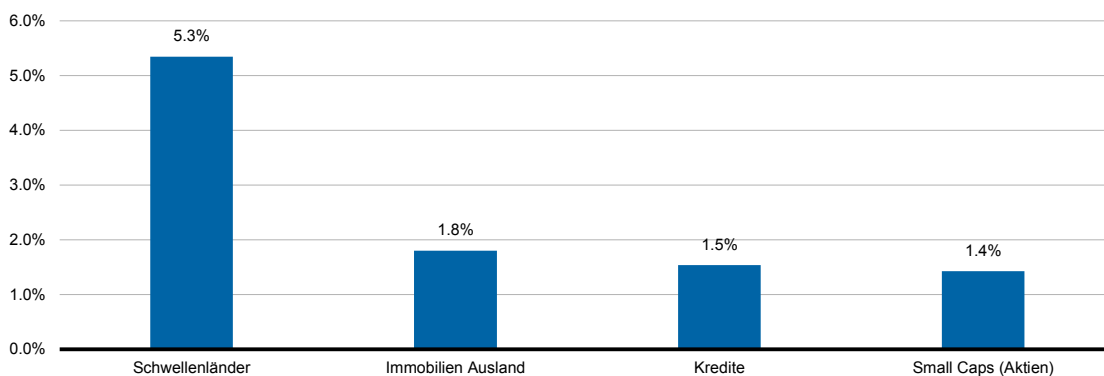
Es fällt auf, dass jene Investoren, welche überproportional stark in Hedge Funds investieren, mit ihren diesbezüglichen Anlagen sehr zufrieden sind. So wird etwa argumentiert, dass der Nettoertrag jene Sollrendite übersteige, welche nötig sei, um den Deckungsgrad stabil zu halten. Auch die im Vergleich zu Aktien moderate Preisvolatilität und die geringe Korrelation werden herausgestrichen.

Aus sozioethischen Gründen werden im Commodity-Bereich bei den meisten Pensionskassen keine Investitionen in Agrarrohstoffe, sondern nur Anlagen in Edelmetalle, Industriemetalle und Erdöl vorgenommen. Bei Rohstoffanlagen fallen zudem die hohen Carry Kosten sowie die Rollover- und Warehousing-Problematik ins Gewicht.

Per 1. Juli 2014 (mit Wirkung auf das Rechnungsjahr 2015) hat der Bundesrat die Anlagevorschriften in der Verordnung über die berufliche Vorsorge BVV2 verschärft. Zentraler Punkt der Revision waren Art. 53 Abs. 1 lit. b und Art. 53 Abs. 3 der Anlagevorschriften. Damit wird den besonderen Risiken in der Wertschriftenleihe (Securities Lending) und in Repo-Geschäften mit erhöhten Anforderungen an die Sicherheit Rechnung getragen. Im Kreditbereich werden klassische Anleihen von komplexen Produkten abgegrenzt und gelten neu als alternative Anlagen. Neu hinzu kommt auch das explizite Hebel-Verbot (Leverage). Dieses Verbot bestand früher de facto, nun ist es auch gesetzlich fixiert.

Abbildung 28: In welchen Segmenten setzen Sie auf zusätzliche aktive Anlageprodukte?

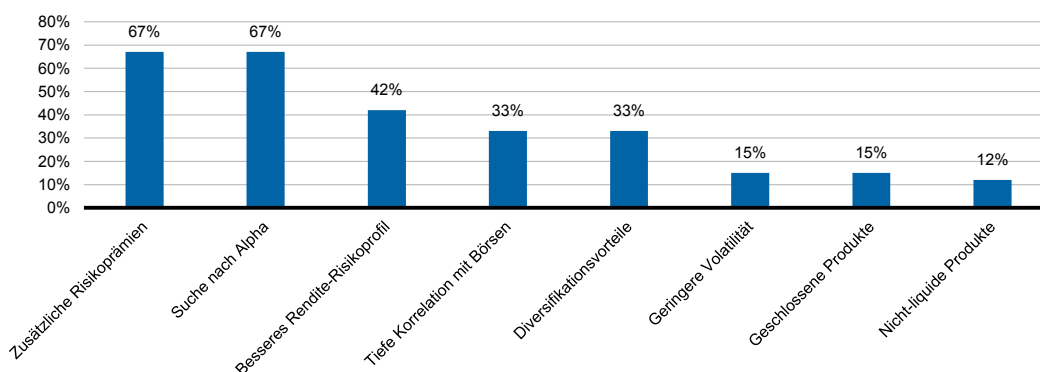
#### ALLOKATION GEWICHTET NACH AUM IN %



Gemäss den neuen Anlagerichtlinien in der BVV2 gelten auch Forderungen an nicht öffentlich-rechtliche Schuldner, Senior Secured Loans, Immobilienanlagen mit mehr als 50% Belehnungsquote sowie Infrastrukturanlagen als alternative Anlagen. Dies führte per Ende 2014 teilweise zu markanten Verschiebungen in den Bilanzpositionen einzelner Vorsorgeeinrichtungen. Bei der Migros-Pensionskasse zum Beispiel stieg der Anteil der alternativen Anlagen innert Jahresfrist von 3.5% auf 11.2%. Hauptgrund war die neue Kategorisierung von Darlehen, Contingent Convertibles/CoCo Bonds und Senior Secured Loans (Migros Pensionskasse, 2015, S. 44).

Abbildung 29: Was sind die Gründe für die Berücksichtigung von Satellitenanlagen/aktiven Anlageprodukten?

#### IN % DER VORSORGE EINRICHTUNGEN



Bei der Berücksichtigung der alternativen Anlagegefässe steht das Erzielen einer zusätzlichen Risikoprämie im Vordergrund, direkt gefolgt von der Suche nach einem verbesserten Rendite-/Risikoprofil. So erläutert die Pensionskasse der Stadt Winterthur in ihrem Geschäftsbericht 2014 explizit: «Verzichtete man auf den Einsatz alternativer Anlagen und verteilte die frei werdenden Mittel proportional auf die übrigen Anlagekategorien, hätte dies eine Verschlechterung des Rendite-/Risiko-Profiles sowie eine Abnahme des Diversifikationsgrads zur Folge» (Pensionskasse der Stadt Winterthur, 2015, S. 22).

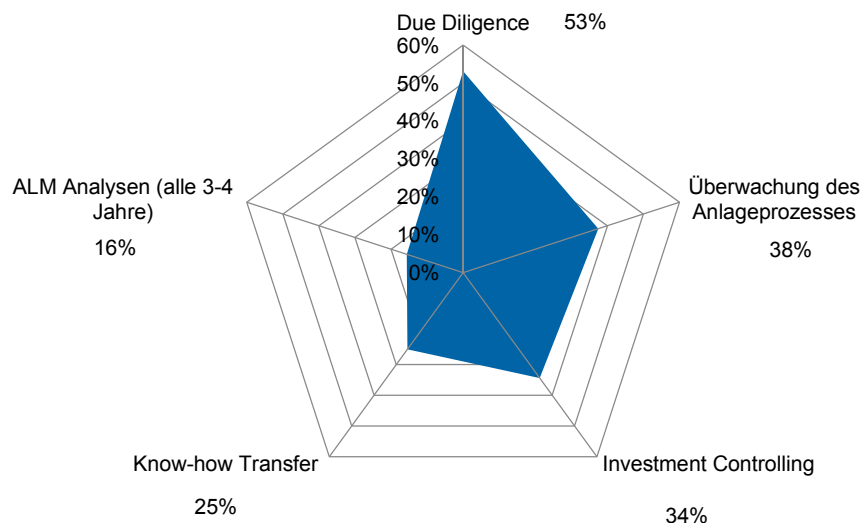
## 5. Externe Berater

### 5.1. ZUSAMMENARBEIT MIT EXTERNEN BERATERN

Wie Abbildung 30 illustriert, besteht vor allem in hochspezialisierten, gleichzeitig aber zentralen Funktionen, wie zum Beispiel der Due Diligence, Unterstützungsbedarf. Als weiteres wesentliches Betätigungsfeld der externen Beratung wird der Support bei der Überwachung des Anlageprozesses genannt. Dass der Know-how-Transfer eine prioritäre Rolle spielt, kommt nicht überraschend, nehmen die Pensionskassen doch offensichtlich nicht nur das breit gefächerte Expertenwissen des Beraters in Anspruch, sondern wollen auch von seinen Branchenkenntnissen profitieren. So wurde teilweise argumentiert, der Berater werde eingesetzt, um der Pensionskasse einen Marktüberblick zu verschaffen und auf Risiken hinzuweisen, aber nicht, um etwas zu kaufen.

Asset & Liability-Management (ALM) Analysen werden oft alle drei bis vier Jahre durch einen externen Berater durchgeführt. Im Rahmen der ALM-Studie werden die erwarteten Risiko- und Renditeberechnungen auf Basis der neuen Zielwerte vorgenommen. Teilweise werden gleichzeitig interne Konzepte erarbeitet, so dass eine Vergleichsmöglichkeit besteht. Bei den ALM-Konzepten gewisser externer Berater suche man aber vergeblich nach alternativen Anlagen. Vor diesem Hintergrund sei es erstaunlich, dass diese Anlagekategorie bei den Pensionskassen doch relativ stark vertreten sei, meinte einer der Interview-Partner, welcher intern eigene ALM-Berechnungen durchführt.

Abbildung 30: Nennen Sie bitte die Bereiche der Zusammenarbeit mit einem externen Berater



Selbst in jenen Fällen, wo der externe Berater bei der Identifikation externer Asset Manager eine zentrale Rolle spielt, wurde klar darauf hingewiesen, dass man sich aufgrund des grossen internen Know-hows bei den eigentlichen Anlageentscheidungen nicht auf die Berater abstütze. Der Berater begleite den Prozess nur bis zu einem bestimmten Zeitpunkt. Die Anlageverantwortung liege ganz klar beim internen Entscheidungsträger; er habe ja anschliessend die Titel im Portfolio und müsse dafür gerade stehen. Man könne deshalb in manchen Fällen die Frustration jener Berater verstehen, welche viel Vorarbeit, verbunden mit klaren Empfehlungen, geliefert hätten, dann aber zusehen müssten, wie der Kunde sich anders entscheide.

In den meisten Fällen wird mit inländischen Experten gearbeitet. Dort, wo ein ausländischer Name auftaucht, ist es vor allem im Zusammenhang mit Spezialmandaten, zum Beispiel bei den Hedge Funds oder im Bereich des Currency Overlay.

Die Erwartungen der befragten Pensionskassen wurden «im Allgemeinen» oder «oftmals» erfüllt. Diese auf den ersten Blick positive Aussage wurde allerdings in manchen Fällen relativiert: Man habe halt realistische Erfahrungen, hiess es etwa. Man wisse, was man erwarten könne und was nicht. Man bemühe sich, das abzuholen, was erforderlich sei. Man verfüge über genügend eigenes Fachwissen, um die präsentierten Resultate auch entsprechend zu evaluieren. In anderen Fällen wies man abschliessend darauf hin, dass diese Zufriedenheit ein insgesamt erreichtes Resultat sei, nicht weniger, aber auch nicht mehr.

Es gab jedoch auch kritische Stimmen, welche den Stil jener externen Berater bemängeln, welche sich selber schützen wollten und deshalb grundsätzlich konservativ beraten würden. Bei kleineren und mittleren Vorsorgeeinrichtungen möge dieser Stil gerechtfertigt sein, nicht aber bei grossen Kassen, welche genügend internes Know-how hätten und nicht einfach «Aktien Welt indexiert» umsetzen möchten, wie vom Berater vorgeschlagen.

# 6. Blick in die Zukunft

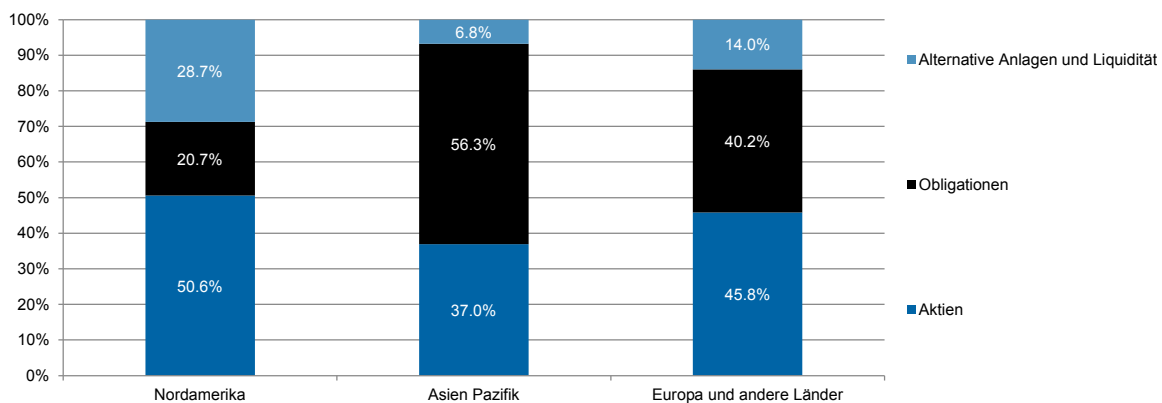
## 6.1. ANLAGEALTERNATIVEN IM TIEFZINSUMFELD

Seit der Einführung des Bundesgesetzes über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge im Jahr 1985 haben sich mehrere Parameter markant verändert: Einer der Wichtigsten ist die zu erzielende Rendite auf den Vermögensanlagen. Der Renditedruck für die Vorsorgeeinrichtungen bleibt unverändert hoch, da die den Altersleistungen zu Grunde liegenden Zinssätze weiterhin deutlich höher ausfallen, als die für die Bewertung der Verpflichtungen verwendeten.

Aufgrund des tiefen Zinssatzniveaus besteht ein Zwang, in risikoreichere Anlagen zu investieren. Die Vorsorgeeinrichtungen müssen prüfen, ob sie zusätzliche Anlagerisiken tragen wollen oder ob sie ihre Risikofähigkeit durch Veränderungen bei Leistung und Finanzierung verbessern können. An einem Anlass des World Demographic and Ageing Forum (WDA) in St. Gallen vom 22. Oktober 2015 wies der Basler Wirtschaftsprofessor Heinz Zimmermann darauf hin, dass sich positive Erträge im heutigen Tiefzinsumfeld fast nur noch über Risikoprämien erzielen lassen (Ferber, 2015, 29.10.)

Gemäss einer Studie von Towers Watson investieren die nordamerikanischen Vorsorgeeinrichtungen einen viel höheren Prozentsatz ihrer Vermögen in Aktien und alternative Anlagen als die europäischen oder asiatischen Pensionskassen. Die Asset Allocation der Pensionskassen aus der Region Asien/Pazifik wird allerdings stark vom japanischen Pensionsfonds beeinflusst, der das Ranking der weltweit grössten Vorsorgeeinrichtung anführt. Der staatliche Fonds aus Japan gilt als vergleichsweise risikoscheuer Investor.

Abbildung 31: Asset Allocation von Pensionskassen



Quelle: Towers Watson.

Die Untersuchung bestätigte, dass fast alle Vorsorgeeinrichtungen entsprechende Umschichtungen vorgenommen haben und dabei die gesetzlichen Anlagebeschränkungen pro Anlagekategorie bereits weitgehend ausnutzen. Offensichtlich besteht aber ein Widerspruch zwischen der Realität, was die Finanzierung der Renten betrifft, und den rigiden Forderungen von Regulator (OAK BV) und Politik mit der Begründung der Risikobeschränkung.

Der Schweizer Pensionskassen Index der Credit Suisse für das 3. Quartal 2015 bestätigt die in unserer Befragung herausgearbeiteten Trends (Credit Suisse, 2015, S. 7). So wird im Index darauf hingewiesen, dass bei den Immobilien im 3. Quartal historische Höchstwerte erzielt wurden. Ebenfalls historisch ist die Entwicklung bei den liquiden Mitteln, welche im 3. Quartal 2015 tiefe 4.7% erreichten. Noch im 3. Quartal 2013 waren es 8.3%. Eindeutlich ist aber auch der sukzessive Aufschwung bei den alternativen Anlagen, welche inzwischen fast wieder die 6%-Schwelle erreicht haben, nach nur 4.7% im 3. Quartal 2013 (Abbildung 32).

Abbildung 32: Anlageallokation bei Schweizer Pensionskassen im Quartalsvergleich

	Q4 13	Q1 14	Q2 14	Q3 14	Q4 14	Q1 15	Q2 15	Q3 15
Liquidität	7.4%	7.4%	6.8%	7.0%	6.5%	5.9%	5.9%	4.7%
Obligation CHF	25.2%	26.1%	25.8%	24.9%	24.9%	25.3%	25.9%	25.9%
Obligation FW	8.0%	8.0%	8.5%	8.8%	8.3%	7.9%	7.6%	7.8%
Aktien Schweiz	14.0%	13.3%	13.2%	13.4%	13.4%	13.4%	13.1%	13.2%
Aktien Ausland	17.4%	17.4%	18.0%	17.9%	17.8%	17.8%	17.4%	16.9%
Alternative Anlagen	4.7%	4.9%	4.9%	4.9%	5.3%	5.3%	5.5%	5.9%
Immobilien	19.9%	19.8%	19.4%	19.7%	20.5%	21.0%	21.3%	22.2%
Hypotheken	2.1%	2.0%	2.2%	2.1%	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%
Rest	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	1.4%

Quelle: Credit Suisse Schweizer Pensionskassen Index, 3. Quartal 2015

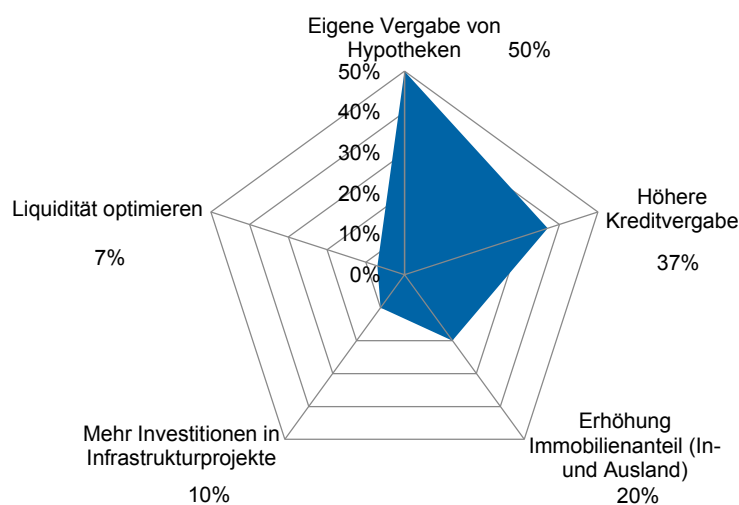
## 6.2. MÖGLICHE KONSEQUENZEN DES ANHALTENDEN TIEFZINSUMFELDS

Alle Befragten haben bereits neue Anlagealternativen identifiziert. Grundsätzlich wurde die Eignung vieler Alternativen überprüft. Gleichzeitig wurde festgehalten, dass eine Vorsorgeeinrichtung nicht bereit sei, in neue Anlageklassen zu investieren, welche man andernfalls niemals berücksichtigt hätte.

Auf der Suche nach Anlagealternativen steht bei unserer Umfrage die Vergabe eigener Hypotheken an der Spitze. Gemäss Aussage einer grossen Pensionskasse habe die Vorsorgeeinrichtung hier klare Vorteile gegenüber den Banken, da man bei der internen Vergabe an Versicherte über einen Wissensvorsprung verfüge. Manche, zumeist mittlere Pensionskassen, haben das aufwändige Betreuungsprozedere ausgelagert. Andere Institutionen sind noch auf der Suche nach einer effizienten Umsetzung für die allfällige Vergabe von Hypotheken.

Vermeehrt werden auch Darlehen an nicht öffentlich-rechtliche Institutionen gewährt, was gemäss BVV2 als alternative Anlagen ausgelegt wird.

Abbildung 33: Neue Anlagealternativen als Folge des anhaltenden Tiefzinsumfelds



Auch die Erhöhung des Immobilienanteils steht im Fokus. Obwohl der Schweizer Immobilienmarkt den Zenit des aktuellen Zyklus bereits überschritten hat, wird von verschiedenen Befragten – wie zum Beispiel der Pensionskasse Basel-Stadt – erwartet, dass insbesondere Direktanlagen im Vergleich zu den übrigen Anlagekategorien mittel- und langfristig ein attraktives Verhältnis von einzugehendem Risiko und zu erwartender Rendite aufweisen.

Für eine weitere Pensionskasse repräsentieren die direkt gehaltenen Immobilien seit Jahren «einen Fels in der Brandung», an dem die Stürme zwar auch nicht unbemerkt vorüberziehen. Doch im Zusammenhang mit inländischen Immobilien wurde immer wieder darauf hingewiesen, dass es schwierig sei, mit Neuengagements eine befriedigende Rendite von um die 4% zu erzielen.

Infrastrukturanlagen werden aufgrund ihres langfristigen Charakters ebenfalls vermehrt berücksichtigt. Die physische Verwahrung von Bargeld ist dagegen bis anhin kaum ein Thema, wird aber bei noch tieferen Negativzinsen nicht gänzlich ausgeschlossen. Abgeklärt werden müssten in diesem Fall natürlich die Kosten der Bargeldhaltung, wie zum Beispiel Lagerung, Transport, Sicherheit, Versicherung und Audit. Wie bereits im Zusammenhang mit den aktiven Anlagen erwähnt, planen verschiedenen Pensionskassen den Auf- oder Ausbau des Private-Equity-Anteils. Teilweise wurden aber auch Hedge-Funds-Positionen erhöht. Allerdings wurde in diesem Zusammenhang teilweise darauf hingewiesen, dass die Renditen bei den Hedge Funds erst bei steigenden Zinsen wieder anziehen würden und man hier die teilweise hohen Kosten für das Hedging fürchte.

Vereinzelt wurden von Vorsorgeeinrichtungen Anlagealternativen identifiziert, die noch wenig verbreitet sind. Dazu zählen Investitionen in Wald. Diese Anlage wird als langfristiges Investment gesehen, bei dem natürliches Wachstum gegeben und konstanter Ertrag sichergestellt ist. Die Pensionskasse, die in Wald investiert, macht geltend, dass in diesem Bereich ein langer Due-Diligence-Prozess notwendig sei. Dies besonders vor dem Hintergrund, dass Investitionen in politisch unsichere Regionen zu vermeiden sind. Eine andere Vorsorgeeinrichtung hat zwei Asset Manager ausgewählt, die Anlagen in Trade Finance anbieten. Sie streicht heraus, dass ein solches Investment kaum mit Aktienanlagen korreliert und liquider als Anlagen in Infrastruktur oder Private Equity ist.

### 6.3. DIE ROLLEN VON REGULATOR UND POLITIK

Das Bundesamt für Sozialversicherungen BSV äusserte in der Vergangenheit die Absicht, alternative Anlagen aufgrund der hohen Kosten stärker zu limitieren. Die Vertreter der Pensionskassen wurden gefragt, ob sie die Ansicht teilen, dass die teuren alternativen Anlagen zu einem tieferen Umwandlungssatz und folglich zu niedrigeren Renten führen. Alle befragten Vorsorgeeinrichtungen lehnen diese Ansicht ab.

Die Anlageverantwortlichen argumentieren, dass die Renditen nach Kosten, die sogenannte Nettoperformance entscheidend ist. Einige unter ihnen haben im Gegenteil festgestellt, dass die Renditen nach Kosten der alternativen Anlagen im langjährigen Schnitt über den Renditen von traditionellen Anlagen liegen. Würde der Regulator den Einsatz von alternativen Anlagen weiter einschränken, so hätte das negative Auswirkungen auf die Möglichkeit der Vorsorgeeinrichtungen, höhere Renditen zu erwirtschaften. Es sei ein Grundlagenirrtum, in einer Verordnung festzuhalten, was wie viel kosten solle. Der Regulator spiele eine wichtige und zentrale Rolle, solle sich aber darauf beschränken, die Rahmenbedingungen festzulegen. Was man kritisiere, sei die Höhe des Detaillierungsgrades der Vorgaben. Oder, mit anderen Worten: Gemanagt werde nicht nach OAK BV, sondern nach Risikoüberlegungen.

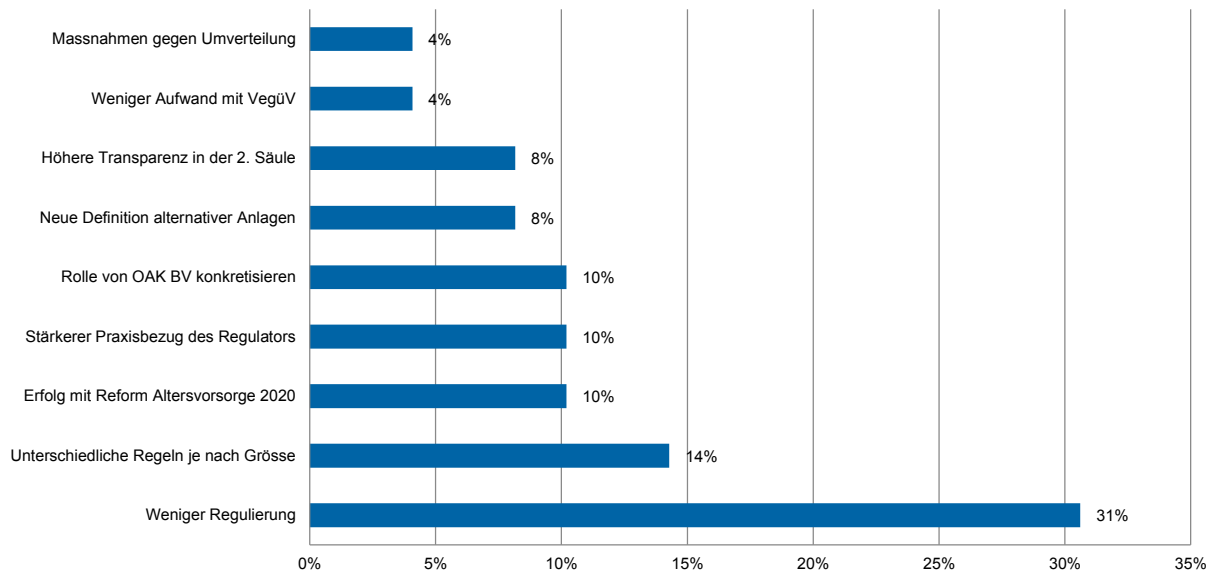
In Bezug auf die fallenden Umwandlungssätze wird die steigende Lebenserwartung als Hauptgrund angesehen. Befragt nach den Wünschen an Regulator und Politik, unterstreichen denn auch mehrere Pensionskassen die Dringlichkeit, dass die Reform Altersvorsorge 2020 erfolgreich umgesetzt werden könne. Diese sieht die Senkung des Umwandlungssatzes auf dem obligatorischen Teil der Altersguthaben von 6,8% auf 6% vor. Damit würde auch die Verringerung der Umverteilung von aktiv Versicherten zu den Rentnern einhergehen, einem ebenfalls wichtigen Anliegen der Pensionskassen-Branche.

Zahlreichen Pensionskassen wird zu viel reguliert. Sie wünschen sich mehr Verantwortung für die Organe der Vorsorgeeinrichtungen. Kritisiert wird insbesondere, dass in Fragen der Regulierung eine klare Strategie fehlt. So wurde der Anteil an alternativen Anlagen vor wenigen Jahren auf 15% erhöht, um ihn dann Mitte 2014 anhand von neuen Bestimmungen wieder strenger zu regulieren. Zudem würden der Anlagekategorie der alternativen Anlagen von Seiten des Regulators viele Anlagen zugeordnet, die vom Anlagecharakter her besser zu anderen

Kategorien passen würden. Ein stärkerer Praxisbezug in der Regulation könnte zu branchentauglicheren und langfristig sinnvolleren Lösungen führen.

Abbildung 34: Wünsche von Pensionskassen an Regulator und Politik

**WÜNSCHE VON PENSIONS KasSEN AN REGULATOR UND POLITIK**



Der Schutz der Versicherten von Vorsorgeeinrichtungen durch den Regulator wird nicht Frage gestellt. Hingegen wünschen sich viele Pensionskassen eine abgestufte Regulierung. Die Pensionskassen seien zu unterschiedlich, als dass man sie in einen Topf werfen könne. Vorgeschlagen wir ein System, das grosse Pensionskassen mit professionellem Portfolio Management im Anlagebereich anders behandelt, als kleine Pensionskassen, die alle Anlagen extern verwalten lassen. Als weiterer für die Unterscheidung tauglicher Parameter wird die Risikofähigkeit genannt. Finanziell gut dastehende Pensionskassen mit hohem Deckungsrad und attraktiver Versichertenstruktur, mit vielen aktiv Versicherten und wenigen Rentenbeziehenden, könnten weniger stark eingeschränkt werden als Vorsorgeeinrichtungen, die sich in einer schwierigen Situation befinden. Teilweise wurde darauf hingewiesen, dass die Strukturreform gut war, wobei viele der grossen Pensionskassen die entsprechenden Strukturen schon vor der Reform etabliert hätten. Mehrfach wurde die Meinung geäussert, dass Kostentransparenz positiv für die Branche sei.



## 7. Fazit

Das wirtschaftliche Umfeld mit geringem Wachstum, tiefen Zinsen und volatilen Finanzmärkten fordert die Schweizer Vorsorgeeinrichtungen. Hinzu kommen die demographische Entwicklung (höhere Lebenserwartung) sowie die von der Politik festgelegten Parameter wie BVG-Umwandlungssatz oder die Mindestverzinsung. Die Pensionskassen stossen bei der Finanzierung der Leistungen an ihre Grenzen.

Die Zinsen galten neben den Sparbeiträgen von Arbeitgebern und Arbeitnehmern in der beruflichen Vorsorge lange Zeit als „dritter Beitragszahler“. Diese Rolle ist mehr denn je in Frage gestellt. Im Herbst 2015 gab der Bundesrat bekannt, dass er den BVG-Mindestzinssatz für 2016 auf 1.25% senkt – auf das tiefste Zinsniveau seit Inkrafttreten des Gesetzes über die berufliche Vorsorge (1985).

Den steigenden Anforderungen an die Finanzierbarkeit der 2. Säule kann nicht nur mit Anpassungen auf der Anlageseite begegnet werden. Notwendig ist auch die Kürzung von Leistungen. Damit einher muss die Entpolitisierung der beruflichen Vorsorge gehen. Die Umverteilung hat zu grosse, nicht haltbare Dimensionen angenommen und die Generationensolidarität wird in der beruflichen Vorsorge zunehmend in Frage gestellt.

Die Vorsorgeeinrichtungen unterliegen wie andere Anleger den Verwerfungen an den Finanzmärkten. Mit einer weiteren Professionalisierung im Anlagebereich und einer aktiveren Wahrnehmung ihrer Rolle als bedeutende Investoren können jedoch Voraussetzungen geschaffen werden, um die Zukunft erfolgreich zu meistern.

# Glossar

## Anlagestiftung

Eine Anlagestiftung bietet fondsähnliche Anlageprodukte an, die ausschliesslich schweizerischen Vorsorgeeinrichtungen der zweiten und dritten Säule vorbehalten sind. Diese Anlageprodukte sind von der Ertragssteuer befreit. Ihre Anteile können einkommenssteuerfrei abgegeben werden, ihre Ausschüttungen erfolgen ohne Abzug von Verrechnungssteuern. Die Anlagestiftungen zeichnen sich durch Mitwirkungsrechte der Anleger in den Organen der Stiftungen aus.

## Autonome Vorsorgeeinrichtung

Vorsorgeeinrichtung, welche die Risiken Alter, Tod und Invalidität selber trägt, ohne Rückversicherung.

## Bundesamt für Sozialversicherungen BSV

Das BSV hatte bis 2011 die Aufsicht über die gesamtschweizerisch tätigen Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen, die Vorsorgeeinrichtungen mit nationalem und internationalem Charakter, den Sicherheitsfonds und die Auffangeinrichtung sowie die Oberaufsicht über die kantonalen Aufsichtsbehörden. Im Rahmen der Strukturreform ging die Direktaufsicht des BSV über Vorsorgeeinrichtungen mit nationalem oder internationalem Charakter an die Kantone über. Die Oberaufsicht wird neu von einer unabhängigen Oberaufsichtskommission wahrgenommen, die über ein professionelles Sekretariat verfügt. Aufgabe der Kommission ist es, für eine einheitliche Aufsichtspraxis und für die Stabilität des Systems der 2. Säule zu sorgen.

## BVG

Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenversicherung, das per 1. Januar 1985 in Kraft getreten war. Die Abkürzung wird häufig auch als Synonym für die zweite Säule gebraucht.

## BVV2

Begriff für die „Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge“ vom 18. April 1954, die sich auf Art. 97 Abs. 1 des Bundesgesetzes vom 25. Juni 1982 über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) stützt. Am 19. September 2008 hat der Bundesrat Verordnungsänderungen verabschiedet, die am 1. Januar 2009 in Kraft getreten sind. Die Bestimmungen gelten sinngemäss auch für Finanzierungsstiftungen, patronale Wohlfahrtsfonds, Anlagestiftungen und Sicherheitsfonds.

## Compliance

Die Einhaltung aller relevanten Gesetze, Standesregeln und vertraglichen Abmachungen im Geschäftsgebaren gegenüber Kunden. Prozesse zur Einhaltung von relevanten Normen in der Kundenbeziehung.

## Corporate Governance

Regeln zur Leitung eines Unternehmens und für die Beziehungen zu allen Beteiligten (oder Stakeholders), die von seiner Tätigkeit betroffen sind (Kunden, Lieferanten, Mitarbeitende, Aktionäre, öffentliche Gemeinschaften und die Zivilgesellschaft).

## Deckungsgrad

Der Deckungsgrad ist ein Prozentsatz und zeigt das Verhältnis zwischen dem vorhandenen Vermögen einer Pensionskasse und dem für die Finanzierung der Leistungen nötigen Deckungskapital auf. Dabei stehen 100% für die vollständige Deckung der Verpflichtungen einer Pensionskasse. Bei einer Überdeckung sind die Verpflichtungen zu mehr als 100% gedeckt, während sie bei einer Unterdeckung nicht vollumfänglich durch die Aktiven gedeckt werden können.

## Depotstelle (Global Custodian)

Die Depotstelle ist eine Bank, bei der Wertschriften aufbewahrt werden. Als Global Custodian wird ein Custodian bezeichnet, der die Wertschriften

weltweit an verschiedenen Märkten und Standorten verwahrt und administriert. Dazu gehören auch die Überwachung und das Inkasso von Coupon- und Zinszahlungen für im Portfolio gehaltene Wertpapiere sowie die Überwachung und Bearbeitung von titelspezifischen Ereignissen für alle im Portfolio gehaltenen Vermögenswerte.

### **Gemeinschaftseinrichtung**

Eine Vorsorgeeinrichtung oder –stiftung, der verschiedene Unternehmen bzw. Arbeitgeber angeschlossen sind. Diese sind meist durch eine bestimmte Gemeinsamkeit verbunden und bieten ihren Versicherten deshalb eine einheitliche Vorsorgelösung. Merkmal solcher Vorsorgeeinrichtungen ist, dass Organisation und Rechnungsführung einheitlich geregelt sind. Beispiele sind Stiftungen von Berufsbranchenverbänden.

### **Governance von Pensionskassen**

Das oberste Organ einer Vorsorgeeinrichtung hat als Hauptaufgabe die Gesamtführung wahrzunehmen. Der zentrale Auftrag eines Stiftungsrats besteht darin, im Interesse von Destinatären bzw. Versicherten und anderen Anspruchsgruppen die Vorsorgezwecke ordnungsgemäss und bedarfsgerecht zu erfüllen und für entsprechende Vorsorgesicherheit zu sorgen.

### **Halbautonome Pensionskassen**

Die halbautonome Vorsorgeeinrichtung überträgt versicherungstechnische Risiken (meistens Langlebigkeit, Invalidität und Tod) auf eine Versicherungsgesellschaft. Das Anlagerisiko trägt die Vorsorgeeinrichtung selbst, d.h. sie tätigt die Kapitalanlage in eigener Verantwortung.

### **Kapitaldeckungsverfahren**

Die berufliche Vorsorge basiert auf dem Kapitaldeckungsverfahren. Das bedeutet, dass für die Leistungen, die eine Vorsorgeeinrichtung einem Versicherten schuldet, während dessen Erwerbstätigkeit Kapital angespart werden muss.

### **Kontrollstelle**

Juristische oder natürliche Person, der die jährliche Kontrolle der Rechnungslegung und der

Geschäftsführung bei einer Pensionskasse übertragen wird.

### **Mindestzins**

Gemäss BVG muss das Altersguthaben der Versicherten in der zweiten Säule mit einem Mindestzinssatz verzinst werden. Der Mindestzinssatz wird vom Bundesrat festgelegt. Dazu wird die Renditeentwicklung verschiedener Wertanlagen wie Bundesobligationen, Anleihen, Aktien und Liegenschaften berücksichtigt. Für 2015 beträgt der Mindestzinssatz 1.75%.

### **Obligatorium**

Das BVG ist Obligatorium und damit zwingendes Recht. Es legt die Unterstellung unter die Versicherungspflicht für einen bestimmten Kreis von Versicherten fest und regelt die zwingend zu erbringenden Leistungsarten, sowie die zwingend zu erbringende Leistungshöhen.

### **Sammeleinrichtung**

Damit wird eine Vorsorgeeinrichtung bezeichnet, der verschiedene, voneinander unabhängige Arbeitgeber angeschlossen sind. Zwischen diesen bestehen weder wirtschaftliche noch finanzielle Verbindungen. Sie teilen auch keine gemeinschaftliche Interessenlage. Jeder angeschlossene Arbeitgeber bildet ein eigenes Vorsorgewerk. Organisation und Rechnungsführung erfolgen getrennt.

### **Stiftungsrat**

Dies ist das oberste Organ einer als Stiftung organisierten Vorsorgeeinrichtung. Aufgrund der paritätischen Vertretung setzt er sich in der Regel je zur Hälfte aus Arbeitgeber- und aus Arbeitnehmervertretern zusammen.

### **Technischer Zins**

Mit dem technischen Zinssatz wird die Höhe der technischen Rückstellungen für die aktiv Versicherten und für die Rentenbeziehenden festgelegt.

### **Teilautonome Kasse**

Vorsorgeeinrichtungen, welche die Anlage von Vermögen selbst vornehmen, die Versicherung der Risiken Tod und Invalidität jedoch einer Versicherung überschreiben, sind teilautonom. Sie

werden auch als autonome Kassen mit Rückdeckung bezeichnet. Bei einer Rückdeckung lässt eine Vorsorgeeinrichtung alle oder einzelne Risiken durch einen Kollektivversicherungsvertrag mit einer Versicherung abdecken.

### **Überobligatorium**

Das Überobligatorium beinhaltet im Vergleich zum Obligatorium die weitergehende Finanzierung oder Leistung.

### **VegüV**

Die Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV) trat 2014 in Kraft. Sie setzt die vom Volk angenommene Initiative gegen Abzockerei um und führt Vorschriften in den Bereichen Corporate Governance, Arbeits- und Strafrecht ein, mit dem Ziel, Änderungen bei den Vergütungssystemen der börsenkotierten Schweizer Aktiengesellschaften herbeizuführen.

### **Vermögensverwaltungskosten**

Personalkosten; Kosten für Anlagekommission oder Anlageausschuss; Kosten für Material; Hardware- und Softwarekosten; Kosten für die Wertschriftenbuchhaltung und für Controlling; Kosten für Consultants; Kosten für Geschäftsräume; Kosten für Depotgebühren und Transaktionskosten; performanceabhängige Gebühren.

### **Verwaltungskosten**

Personalkosten; Kosten für Stiftungsrat/Kommissionen (ausser Anlagekommission und Anlageausschuss); Kosten für Geschäftsräume; Material und Hardware-/Softwarekosten; Kosten für Jahresbericht und Informationsmaterial, Kosten für Buchhaltung und Versicherte; Honorare von Experten (Anwälte, Revisionsstelle etc.).

# Literaturverzeichnis

- Anhorn, R., & Meier, P. (2012). *Global Custody für Pensionskassen: Eine Branche im Umbruch*. Winterthur: ZHAW Winterthur.
- Anson, Mark J.P. (2012). *CAIA Level I: An Introduction to Core Topics in Alternative Investments*. 2. Auflage. New Jersey: Hoboken.
- ASIP Schweizerischer Pensionskassenverband. (2014). *Altersvorsorge 2020: Pensionskassenverband will Konzentration aufs Wesentliche*. Abgerufen von <http://www.sichere-altersvorsorge.ch/aktuell/altersvorsorge-2020-pensionskassenverband-asip-konzentration-aufs-wesentliche>.
- Bundesamt für Sozialversicherungen [BSV] (2015). *Soziale Sicherheit CHSS 5/2015: Ein Vergleich der Sozialversicherungsfinanzen von 1987 und 2013*. Abgerufen von <http://www.bsv.admin.ch/dokumentation/publikationen/00096/03361/03381/index.html?lang=de>.
- Bundesamt für Statistik [BFS] (2015). *Die berufliche Vorsorge in der Schweiz: Kennzahlen der Pensionskassenstatistik 2007-2013*. Abgerufen von <http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/themen/13/22/publ.html?publicationID=5880>.
- BVK (2015). *Geschäftsbericht 2014*. Abgerufen von [http://www.bvk.ch/files/2015-04-07\\_Geschaeftsbericht-BVK-2014\\_Final.pdf](http://www.bvk.ch/files/2015-04-07_Geschaeftsbericht-BVK-2014_Final.pdf).
- BVK (2015). *Anlagereglement 2014*. Abgerufen von [http://www.bvk.ch/files/Anlagereglement\\_Version\\_2014\\_10\\_01.pdf](http://www.bvk.ch/files/Anlagereglement_Version_2014_10_01.pdf).
- Credit Suisse [CS] (2015). *Credit Suisse Schweizer Penionskassen Index 3. Quartal 2015*. Abgerufen von <https://www.credit-suisse.com/media/pb/docs/ch/unternehmen/institutionalclients/pk-index-3-2015-de.pdf>.
- Ferber, M. (2015). Sicherheitswahn in der Vorsorge. *Neue Zürcher Zeitung NZZ*. 29.10.2015. Abgerufen von <http://www.nzz.ch/finanzen/sicherheitswahn-in-der-vorsorge-1.18637451>.
- Ferber, M. (2015). Pensionskassen mit höheren Risiken. *Neue Zürcher Zeitung NZZ*. 12.9.2015. Abgerufen von <http://www.nzz.ch/finanzen/private-finanzen/pensionskassen-mit-hoeheren-risiken-1.18611863>.
- Ferber, M. (2015). Der Kater der Pensionskassen nach der Mindestkurs Party. *Neue Zürcher Zeitung NZZ*. 23.5.2015. Abgerufen von <http://zeitungsarchiv.nzz.ch/neue-zuercher-zeitung-vom-23-05-2015-seite-23.html?hint=74237906>.
- Greber, D., Mussak, P., & Emy, M. (2012). *Derisking und Entscheidungsprozesse in Schweizer Pensionkassen*. Winterthur: ZHAW Winterthur. [https://www.axa-winterthur.ch/SiteCollectionDocuments/studie\\_derisking\\_de.pdf](https://www.axa-winterthur.ch/SiteCollectionDocuments/studie_derisking_de.pdf)
- Hohler, K. (2014). Was unternehmen Pensionskassen. *Schweizer Personalvorsorge*. 15.8.2014. Abgerufen von <http://www.schweizerpersonalvorsorge.ch>.
- Migros-Pensionskasse (2015). *Geschäftsbericht 2014*. S. 44. Abgerufen von <http://www.mpk.ch/objekt/4/5ba1f22f6ac72ef835ddfebdc52d381d.pdf>.
- Migros-Pensionskasse (2009). *flash 2009*. S. 2. Abgerufen von <http://www.mpk.ch/objekt/4/58113fec99c9f29ea014179691a7c8f5.pdf>.

- Mostowfi, M., Meier, P. (2013). *Alternative Investments*. Zürich. NZZ Verlag. S. 13.
- OAK BV (2015). *Bericht finanzielle Lage der Vorsorgeeinrichtungen 2014*. 12.5.2015. Abgerufen von [www.issuu.com-Website: http://issuu.com/bbf.ch/docs/oak\\_bv\\_fl\\_2013\\_d?](http://issuu.com/bbf.ch/docs/oak_bv_fl_2013_d?)
- OAK BV (2015). *Tätigkeitsbericht 2014*. 12.5.2015. Abgerufen von [http://www.oak-bv.admin.ch/fileadmin/dateien/Mitteilungen/Taetigkeitsbericht\\_2014.pdf](http://www.oak-bv.admin.ch/fileadmin/dateien/Mitteilungen/Taetigkeitsbericht_2014.pdf).
- Pensionskasse Basel-Stadt (2015). *Geschäftsbericht 2014*. S. 11. Abgerufen von [https://www.pkbs.ch/fileadmin/user\\_upload/Jahresberichte/Geschäftsbericht\\_und\\_Jahresrechnung\\_2014.pdf](https://www.pkbs.ch/fileadmin/user_upload/Jahresberichte/Geschäftsbericht_und_Jahresrechnung_2014.pdf).
- Pensionskasse Post. (2015). *Geschäftsbericht 2014*. S. 29. Abgerufen von <https://www.pkpost.ch/data/docs/de/1717/PKPost-GB14-de.pdf>.
- Pensionskasse SBB (2015). *Anlagereglement, gültig ab 1.1.2013*.
- Pensionskasse SBB (2015). *Manager Selektion*. Abgerufen von <http://www.pksbb.ch/anlagen/manager-selektion>.
- Pensionskasse der Stadt Winterthur (2014). *Anlagereglement, gültig ab 1. Januar 2014*. S. 12-13.
- Pensionskasse der Stadt Winterthur (2015). *Geschäftsbericht 2014*. S. 22. Abgerufen von [Stadt.winterthur.ch/fileadmin/user\\_upload/Portal/Dateien/Pensionskasse/Geschäftsbericht\\_2014\\_def\\_quer.pdf](http://Stadt.winterthur.ch/fileadmin/user_upload/Portal/Dateien/Pensionskasse/Geschäftsbericht_2014_def_quer.pdf).
- Rothacher, H. (2015). *Risiko Check-up 2015 - Zur aktuellen Lage schweizerischer Pensionskassen*. St.Gallen: Complementa Investment-Controlling AG.
- Rupp, M., & Kull, S. (2012). *Pensionskassen im Spannungsfeld von Demographie, Finanzmärkten und Politik*. Luzern: Hochschule Luzern.
- Swisscanto Invest (2015). *Schweizer Pensionkassen 2015*. Abgerufen von <http://www.swisscanto.ch/ch/de/berufliche-vorsorge/publikationen/pkstudie/studien.html>.
- Towers Watson (2015). *P&I / TW 300 analysis - year end 2014*. September 2015.
- UBS Chief Investment Office Wealth Management (2015). *Die Zinswelt steht kopf*. 6.3.2015. UBS 2015.

# Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Teilnehmende Vorsorgeeinrichtungen	7
Tabelle 2: Börsenkotierte Arbeitgeber	8
Tabelle 3: Die zehn grössten Schweizer Pensionskassen	9
Tabelle 4: Kennzahlen der untersuchten Vorsorgeeinrichtungen im Total	9
Tabelle 5: Anzahl der externen Asset Manager nach Grösse der Vorsorgeeinrichtung	17

# Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Funktionen der Interview-Partner	6
Abbildung 2: Verhältnis von aktiv Versicherten zu Rentenbeziehenden	9
Abbildung 3: Deckungsgrad der untersuchten Vorsorgeeinrichtungen	10
Abbildung 4: Durchschnittlicher Deckungsgrad nach Rechtsform und Domizil der Vorsorgeeinrichtung (VE)	10
Abbildung 5: Technische Zinssätze der teilnehmenden Vorsorgeeinrichtungen	11
Abbildung 6: Anzahl Stiftungsräte	13
Abbildung 7: Anzahl Sitzungen im Stiftungsrat	13
Abbildung 8: Anzahl Sitzungen im Stiftungsrat	14
Abbildung 9: Anzahl Sitzungen in der Anlagekommission	14
Abbildung 10: Festlegung der Benchmark	15
Abbildung 11: Umsetzung der Anlagestrategie	15
Abbildung 12: Überwachung der Anlageresultate	16
Abbildung 13: Gibt es beim Einsatz einzelner Anlagekategorien ethisch motivierte Restriktionen?	16
Abbildung 14: Wie viele externe Asset Manager werden genutzt?	17
Abbildung 15: Erhalten die externen Asset Manager unterschiedliche Aufträge?	18
Abbildung 16: Folgende Auswahlkriterien stehen bei der Manager Wahl im Vordergrund:	18
Abbildung 17: Berücksichtigen Sie bei der Manager Auswahl die Berichterstattung in den Medien?	19
Abbildung 18: Wie identifizieren Sie neue Asset Manager?	19
Abbildung 19: Prozess der Manager-Selektion	20
Abbildung 20: Anteile intern/extern verwalteter Vermögen	21
Abbildung 21: Extern verwaltetes Vermögen nach Grösse der Vorsorgeeinrichtung (VE)	21
Abbildung 22: Welchen Anlagestil verfolgen Sie?	22
Abbildung 23: Anlagestil nach Grösse der Vorsorgeeinrichtung (VE)	23
Abbildung 24: Welches sind Ihrer Meinung nach die grössten Vorteile einer aktiven Asset Allocation?	23
Abbildung 25: Wie wird sich das Verhältnis aktiver/passiver Anlagen in Zukunft verändern?	24
Abbildung 26: Setzen Sie ein Core-Satellite Konzept ein?	24
Abbildung 27: In welchen alternativen Anlagen sind Sie investiert?	25
Abbildung 28: In welchen Segmenten setzen Sie auf zusätzliche aktive Anlageprodukte?	26
Abbildung 29: Was sind die Gründe für die Berücksichtigung von Satellitenanlagen/aktiven Anlageprodukten?	26
Abbildung 30: Nennen Sie bitte die Bereiche der Zusammenarbeit mit einem externen Berater	27
Abbildung 31: Asset Allocation von Pensionskassen	29
Abbildung 32: Anlageallokation bei Schweizer Pensionskassen im Quartalsvergleich	30
Abbildung 33: Neue Anlagealternativen als Folge des anhaltenden Tiefzinsumfelds	30
Abbildung 34: Wünsche von Pensionskassen an Regulator und Politik	32



# Autoren



## **Regina Anhorn**

Projektleiterin am Institut für Wealth und Asset Management

Regina Anhorn, lic. rer. publ. HSG, ist innerhalb der Bachelorausbildung Modulleiterin für das Fach «Aktives Investment Management». Sie forscht an der ZHAW School of Management and Law im Bereich Anlagefonds (insbesondere Hedge Fonds), Global Custody und Vorsorgeeinrichtungen. 2014 hat sie an der Universität Zürich den CAS Finanzmarktrecht abgeschlossen. Sie hat in Zürich, London und Genf gearbeitet und verfügt über eine langjährige Berufserfahrung im Investment Banking, mit Schwerpunkt Aktienanalyse/institutionelle Kundenberatung.



## **Markus Moor**

Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Zentrum für Risk and Insurance

Markus Moor ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Zentrum für Risk and Insurance an der ZHAW School of Management and Law. Er besitzt ein Lizentiat der Wirtschaftswissenschaften, Richtung Betriebswirtschaft, der Universität Zürich. Markus Moor forscht im Bereich der Sozialversicherungen mit einer besonderen Berücksichtigung der Altersvorsorge. Er verfügt über langjährige Erfahrung in der Finanzindustrie und über Beratungserfahrung in der institutionellen Kundenbetreuung. Als Projektleiter ist er für die Durchführung verschiedener Forschungsprojekte verantwortlich.

# Partner



GAM ist der grösste unabhängige Schweizer Asset Manager und konzentriert sich auf aktives Anlegen. Die verwalteten Vermögen belaufen sich auf über CHF 120 Milliarden. GAM beschäftigt rund 1000 Angestellte in 11 Ländern und ist an der SIX Swiss Exchange notiert.

Das Unternehmen verwaltet Anlagen für eine breite Palette an Kunden, darunter Institutionen, Finanzintermediäre, Finanzberater und Privatinvestoren. Zudem bieten es Fonds-Dienstleistungen für externe Partner. Die finanzielle Stärke von GAM schafft Vertrauen sowohl bei seinen Kunden als auch bei Aktionären, Angestellten und Gegenparteien.

Prozesse und Strukturen sind darauf angelegt, unabhängiges Denken und rasche Entscheidungsfindung zu fördern. So sind die Investment-Spezialisten keiner Hausmeinung unterworfen, sondern werden dazu ermutigt, das Potenzial ihrer Portfolios unabhängig von jeglichen zentralisierten Anlagerichtlinien zu maximieren, indem sie ihre eigenen überzeugungsbasierten Ansichten der Märkte entwickeln.

Anlegen ist eine langfristige Angelegenheit. GAM setzt dieses Bewusstsein seit über drei Jahrzehnten um. Die breite Palette an Anlagelösungen umfasst Strategien in allen Anlageklassen, mit besonderem Fokus auf die Kernbereiche Absolute Return, alternative und festverzinsliche Anlagen, Aktien und Multi-Asset-Strategien. GAM ist in Bezug auf Grösse und Ressourcen ein globales Unternehmen – gleichzeitig aber noch immer klein genug, um flexibel und agil zu sein.

Die Eckpfeiler des Geschäfts sind Integrität und ein stetes Engagement für Kunden, um sie beim Erreichen ihrer Anlageziele richtig zu unterstützen.

Zürcher Hochschule  
für Angewandte Wissenschaften



1968 als eines der ersten Lehrinstitute der Schweiz für Wirtschaft und Verwaltung gegründet, ist die ZHAW School of Management and Law (SML) heute das grösste von acht Departementen der ZHAW Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften mit Hauptsitz in Winterthur. Mit international anerkannten Bachelor- und Masterstudiengängen, einem bedarfsorientierten und etablierten Weiterbildungsangebot sowie innovativen Forschungs- und Entwicklungsprojekten ist die SML eine der führenden Wirtschaftshochschulen der Schweiz.

Das Institut für Wealth & Asset Management (IWA) ist Partner verschiedener in- und ausländischer Institutionen in Forschung und Wirtschaft und leistet einen wichtigen Beitrag zur gezielten Qualifikation von Fachleuten der Bankbranche. Es beschäftigt sich im Rahmen der Weiterbildung sowie Forschung und Beratung schwerpunktmässig mit den Themen Asset Management, Personal Finance & Wealth Management sowie Statistik & Quantitative Finance. Jedem Themengebiet ist eine eigene Fachstelle zugeordnet. An der vorliegenden Studie hat die Fachstelle für Asset Management mitgewirkt.

Das Zentrum für Risk & Insurance (ZRI) ist das Kompetenzzentrum für ökonomische und sozialwissenschaftliche Fragen im Bereich der Versicherungswirtschaft. Mit seinen Tätigkeiten in Aus- und Weiterbildung trägt es entscheidend zur professionellen Qualifizierung von Fachleuten der Versicherungsbranche bei. Als kompetente Partnerin in Forschung und Beratung arbeitet es eng mit verschiedenen in- und ausländischen Institutionen zusammen. Das ZRI wird vom Schweizerischen Versicherungsverband SVV unterstützt.

# Anhang

## FRAGEBOGEN

### INTERVIEWS MIT SCHWEIZER PENSIONS-KASSEN: LEITFADEN/FRAGEBOGEN

#### I PENSIONS-KASSE: PROFIL- UND STRUKTURDATEN

Name der Institution: \_\_\_\_\_

Adresse der Institution: \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

Rechtsform:

Öffentlich-rechtlich     Privatrechtlich

Verwaltungsform:

Pensionskasse; geschlossene Gemeinschaftseinrichtung von Firmengruppe / Gemeinwesen

Offene Gemeinschaftseinrichtung

Sammeleinrichtung

Bilanzsumme per 31.12.2014 in Mio CHF: \_\_\_\_\_

Deckungsgrad Ende 2014: \_\_\_\_\_

Aktive Versicherte: \_\_\_\_\_ Rentner: \_\_\_\_\_

Zielrendite in %: \_\_\_\_\_

Technischer Zinssatz in %: \_\_\_\_\_

Kontaktperson - Name: \_\_\_\_\_

Funktion: \_\_\_\_\_

E-Mail: \_\_\_\_\_

Internet-Adresse: \_\_\_\_\_

## II INTERNER ENTSCHEIDUNGSPROZESS

Wie funktionieren die verschiedenen Gremien in Ihrer PK?

	Stiftungsrat	Anlage- kommission  (Asset Management)	Externes Gremium	Anderes Gremium
<b>Wie viele Mitglieder gibt es:</b>				
Bis 3	0	0	0	0
4 – 6	0	0	0	0
7 – 10	0	0	0	0
Mehr als 10	0	0	0	0
<b>Wie oft finden die Sitzungen statt:</b>				
1 x pro Woche	0	0	0	0
1 x pro Monat	0	0	0	0
2 x pro Monat	0	0	0	0
Vierteljährlich	0	0	0	0
Anderer Rhythmus: _____	0	0	0	0
<b>Wer nimmt welche Aufgaben wahr: (Mehrfachnennungen möglich)</b>				
Bestimmung der langfristigen Anlagestrategie; Rhythmus	0	0	0	0
1 x pro Monat	0	0	0	0
2 x pro Monat	0	0	0	0
Vierteljährlich	0	0	0	0
Anderer Rhythmus: _____	0	0	0	0
Erlass von Anlage- und Vergaberichtlinien	0	0	0	0
Überprüfung der Risikofähigkeit der PK und der Anlagestrategie	0	0	0	0
Überwachung der Anlageresultate	0	0	0	0
Überwachung der operationellen Risiken	0	0	0	0
Umsetzung der Anlagestrategie	0	0	0	0
Festlegung der Benchmarks für die Vermögens- verwalter	0	0	0	0
Überwachung der Anlagetätigkeit und Beurtei- lung der Anlageergebnisse	0	0	0	0
Orientierung des Stiftungsrats über die getätig- ten Anlagen/Anlageergebnisse	0	0	0	0
Andere, welche _____	0	0	0	0

**Gibt es ethisch motivierte Restriktionen in den Gremien Ihrer PK in Bezug auf den Einsatz einzelner Anlagekategorien (Mehrfachnennungen sind möglich):**

- Nein
- Wenn ja, dann in folgenden Bereichen:
- Herstellung gefährlicher Stoffe (z.B. Kernenergie)
  - Klimawandel fördernde Produkte
  - Soziale Ausschlusskriterien (z.B. Kinderarbeit, Missachtung der Menschenrechte)
  - Ethisch-moralische Kriterien (z.B. Tierversuche, Tabak/Alkohol, Waffen)
  - Länder/Regionen; welche: \_\_\_\_\_
  - Andere: \_\_\_\_\_

### III AUSWAHLKRITERIEN BEZÜGLICH EXTERNER ASSET MANAGER

**Wie viele externe Asset Manager werden genutzt?**

- 1
- 2 bis 3
- 4 bis 6
- Mehr als 6: \_\_\_\_\_

**Wenn mehrere, werden diese mit unterschiedlichen Aufträgen versehen?**

- Nein
- Ja, Beispiele: \_\_\_\_\_

**Folgende Auswahlkriterien stehen im Vordergrund (Mehrfachnennungen sind möglich):**

- Performance
- Anlagephilosophie
- Kernkompetenzen, Spezialisierungsgrad
- Investmentkapazität
- Referenzen
- Persönliche Kontakte
- Kennzahlen zum Unternehmen
- Reputation, Rating
- Inländischer Manager bevorzugt
- Transparenz
- Unabhängigkeit von Banken
- Konditionenofferte

- Qualität des Buy-Side-Research
- Risikomanagement
- Personelle Ressourcen und Anreizstrukturen
- Andere Kriterien: \_\_\_\_\_

**Berücksichtigen Sie bei der Manager Auswahl die Berichterstattung in den Medien?**

- Nein
- Ja, Beispiele: \_\_\_\_\_

**Wie identifizieren Sie neue Asset Manager (Mehrfachnennungen sind möglich)?**

- Externer Manager kommt auf uns zu
- Interne Anlageverantwortliche treten mit Manager in Kontakt
- Vorschlag durch externe Berater
- Andere: \_\_\_\_\_

## IV ANLAGEGRUNDSÄTZE

**Interne / Externe Vermögensverwaltung**

- Anteil des intern verwalteten Vermögens in %: \_\_\_\_\_
- Anteil des extern verwalteten Vermögens in %: \_\_\_\_\_

**Absicherung Fremdwährung**

- Absicherung des Fremdwährungsrisikos in %: \_\_\_\_\_
- Currency Overlay in %: \_\_\_\_\_
- Andere in %: \_\_\_\_\_

**Welchen Anlagestil verfolgen Sie:**

- Aktive Bewirtschaftung (wenn möglich in %): \_\_\_\_\_
- Passive Bewirtschaftung (wenn möglich in %): \_\_\_\_\_
- Aktives Mandat passiv umgesetzt: \_\_\_\_\_

**Welches sind Ihrer Meinung nach die grössten Vorteile einer aktiven Asset Allocation:**

- Besseres Chancen/Risiko-Profil
- Qualitative Bewertung der Anlagen
- Vermeidung von Klumpenrisiken
- Andere: \_\_\_\_\_

**Gemäss einer Umfrage von ETF Ambassador investieren PKs jeden dritten Franken indexiert.**

**Wie können Ihrer Meinung nach potentielle Nachteile einer aktiven Asset Allocation vermieden werden?**

- Attraktives Rendite/Risiko Profil
- Kostentransparenz
- Andere: \_\_\_\_\_

**Wie wird sich das Verhältnis aktiver/passiver Anlagen Ihrer Meinung nach in Zukunft verändern?**

- Zunahme passiver Anlagen; weshalb: \_\_\_\_\_
- Zunahme aktiver Anlagen; weshalb: \_\_\_\_\_
- Verhältnis bleibt gleich; weshalb: \_\_\_\_\_

**2014 trugen „Multi-Asset-Class“ Mandate wesentlich zum Wachstum der aktiven Asset Manager bei. Inwiefern setzen Sie selber auf diese Anlagelösungen?**

- Interessante Anlageform, wachsende Bedeutung
- Interessante Anlageform, unveränderte Bedeutung
- Keine Bedeutung, weshalb: \_\_\_\_\_
- Andere Meinung: \_\_\_\_\_

**Setzen Sie ein Core-Satellite-Konzept ein:**

Ja:       Nein:

**In welchen Segmenten setzen Sie auf aktive Anlageprodukte/Satellitenprodukte:**

- |  | <b>Ist</b>   |
|--|--------------|
| <input type="checkbox"/> High Yield Bonds                        | in % der AuM |
| <input type="checkbox"/> Alternative Anlagen; wenn ja - dann in: | in %         |
| <input type="checkbox"/> <i>Private Equity</i>                   | <i>in %</i>  |
| <input type="checkbox"/> <i>Single Hedge Funds</i>               | <i>in %</i>  |
| <input type="checkbox"/> <i>Dach Hedge Funds</i>                 | <i>in %</i>  |
| <input type="checkbox"/> <i>Commodities</i>                      | <i>in %</i>  |
| <input type="checkbox"/> <i>ILS</i>                              | <i>in %</i>  |
| <input type="checkbox"/> <i>Infrastruktur</i>                    | <i>in %</i>  |
| <input type="checkbox"/> <i>Andere: _____</i>                    | <i>in %</i>  |
| <input type="checkbox"/> Strukturierte Produkte                  | in %         |
| <input type="checkbox"/> Small Caps (Aktien)                     | in %         |
| <input type="checkbox"/> Immobilien Ausland                      | in %         |

- Schwellenländer (Regionen); welche: \_\_\_\_\_ in %
- Andere: \_\_\_\_\_

**Was sind die Gründe für die Berücksichtigung von Satellitenanlagen/aktiven Anlageprodukten (Mehrfachnennungen sind möglich)?**

1 (höchste) – 10 (tiefste) Priorität

- |  |                          |
|--|--------------------------|
| Erwirtschaftung von zusätzlichen Risikoprämien | <input type="checkbox"/> |
| Suche nach Manager mit Alpha Potential         | <input type="checkbox"/> |
| Verbesserung des Rendite-/Risikoprofils        | <input type="checkbox"/> |
| Tiefe Korrelationen mit den Finanzmärkten      | <input type="checkbox"/> |
| Diversifikationsvorteile im Portfoliokontext   | <input type="checkbox"/> |
| Geringere Volatilität                          | <input type="checkbox"/> |
| Zugang zu sonst geschlossenen Produkten        | <input type="checkbox"/> |
| Zugang zu nicht-liquiden Produkte              | <input type="checkbox"/> |
| Zugang zu „jungen“ Produkten                   | <input type="checkbox"/> |
| Outsourcing der Due Diligence                  | <input type="checkbox"/> |
| Andere Gründe; welche: _____                   | <input type="checkbox"/> |

## V EXTERNE BERATER

**Arbeiten Sie ausserhalb der gesetzlich vorgeschriebenen Kontrollen mit einem externen Berater zusammen (Mehrfachnennungen sind möglich)?**

- NEIN
- JA, inländische(r) Berater     JA, ausländische(r) Berater
- JA, Name des Beraters/der Berater: \_\_\_\_\_

Falls Ja: Nennen Sie bitte die Bereiche der Zusammenarbeit:

- Due Diligence (Analyse und Beratung der Kandidaten auf der Short List)
- Unterstützung bei der Überwachung des Anlageprozesses
- Investment Controlling
- Know-how Transfer
- ALM Analysen
- Rebalancing
- Überblick über die Kosten externer Mandate ermöglicht Einkauf bestmöglicher Konditionen
- Andere: \_\_\_\_\_



Falls Ja:

- Ihre Erwartungen wurden erfüllt; *allenfalls Namen der Berater?*: \_\_\_\_\_
- Die Erwartungen sind nur teilweise erfüllt worden; *allenfalls Namen der Berater?*: \_\_\_\_\_
- Die Erwartungen wurden eher nicht erfüllt; *allenfalls Namen der Berater?*: \_\_\_\_\_
- Ist die Entlohnung der Beratungsleistung performanceabhängig; *Namen der Berater?*: \_\_\_\_\_

**VI EIN BLICK IN DIE ZUKUNFT****Welches sind mögliche Konsequenzen des anhaltenden Tiefzinsumfelds / der Negativzinsen für Ihre Pensionskasse?**

- Neue Anlagealternativen  
Wenn ja, dann: (Mehrfachnennungen sind möglich)
  - Physische Verwahrung von Bargeld
  - Hypotheken
  - Kredite
  - Venture Capital / Private Equity Schweiz
  - Andere Anlagealternativen; welche: \_\_\_\_\_
- Andere mögliche Konsequenzen; welche: \_\_\_\_\_

**Beabsichtigen Sie, in den nächsten 12 Monaten Mandate neu auszuschreiben?**

- NEIN; weshalb: \_\_\_\_\_
- JA; welche Mandate und weshalb: \_\_\_\_\_

**Das BSV beabsichtigt, teure alternative Anlagen zu limitieren. Teilen Sie die Ansicht, dass „teure,, Anlagen zu einem tieferen Umwandlungssatz und damit zu niedrigeren Renten führen?**

- NEIN; weshalb: \_\_\_\_\_
- JA; weshalb: \_\_\_\_\_

**Was sind Ihre Wünsche an Regulator und Politiker?**

---

**Disclaimer**

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden von der ZHAW School of Management and Law (SML) mit finanzieller Unterstützung von GAM mit grösster Sorgfalt zusammengestellt. Trotzdem kann bezüglich deren Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität keine Garantie übernommen werden. Obwohl die enthaltenen Wertungen und Aussagen mit der angemessenen Sorgfalt erstellt wurden, können wir keine Gewähr oder Haftung für Richtigkeit, Genauigkeit und Vollständigkeit der dargestellten Sachverhalte übernehmen. Dies gilt ebenso für alle von unseren Gesprächspartnern geäußerten Darstellungen und Beurteilungen sowie alle weiteren Aussagen. Soweit Angaben über Tatsachen oder Schätzungen von Dritten verwendet werden, sind diese mit Quellenangaben versehen. Darüber hinaus lehnen SML und GAM die Haftung für kleinere Unkorrektheiten ab. Obschon die entsprechenden Massnahmen getroffen wurden, um Interessenkonflikte zu vermeiden, können SML und GAM keine Haftung aus solchen Interessenkonflikten übernehmen.

Das Verwenden, Modifizieren oder Vervielfältigen im Ganzen sowie in Teilen darf allein zum privaten, nicht kommerziellen Gebrauch des Interessenten erfolgen. Dabei dürfen Urheberrechtshinweise nicht entfernt werden.

## **IMPRESSUM**

### **Herausgeber**

ZHAW School of Management and Law  
Stadthausstrasse 14  
Postfach  
8401 Winterthur  
Schweiz

Abteilung Banking, Finance, Insurance  
[www.zhaw.ch/abf](http://www.zhaw.ch/abf)

### **Projektleitung, Kontakt**

Markus Moor  
[markus.moor@zhaw.ch](mailto:markus.moor@zhaw.ch)

November 2015

Zwecks besserer Lesbarkeit wird in dieser Publikation überwiegend die männliche Form verwendet. Die weibliche Form ist selbstverständlich immer mit eingeschlossen.

Copyright © 2015 Abteilung Banking, Finance, Insurance,  
ZHAW School of Management and Law

Alle Rechte für den Nachdruck und die Vervielfältigung dieser Arbeit liegen bei der Abteilung Banking, Finance, Insurance der ZHAW School of Management and Law. Die Weitergabe an Dritte bleibt ausgeschlossen.

# School of Management and Law

St.-Georgen-Platz 2  
Postfach  
8401 Winterthur  
Schweiz

[www.zhaw.ch/sml](http://www.zhaw.ch/sml)

