

# Vermögensanlage von Pensionskassengeldern

620



lic. iur. OLIVER ARTER,  
Rechtsanwalt, Zürich



Dr. iur. STEFAN KOLLER,  
LL.M., Rechtsanwalt,  
Zürich

## Inhaltsverzeichnis

1. Einleitende Bemerkungen
2. Die gesetzlichen Vorschriften bezüglich der Vermögensanlage im Überblick
3. Grundsätze der Vermögensanlage
  - 3.1 Allgemeines
  - 3.2 Grundsatz der Sicherheit und Risikodiversifikation
    - 3.2.1 Im Allgemeinen
    - 3.2.2 Der Sicherheitsbegriff in der BVV 2
      - 3.2.2.1 Punktuelle Sicherheit
      - 3.2.2.2 Der Nominal- und Realwert
    - 3.2.3 Diversifikation
    - 3.2.4 Sicherheit als Führungsaufgabe
  - 3.3 Grundsatz der genügenden Rentabilität
  - 3.4 Grundsatz der genügenden Liquidität
  - 3.5 Spannungsverhältnis zwischen den Grundsätzen der Sicherheit/Risiko-diversifikation, Rentabilität und Liquidität
4. Zulässige Vermögensanlagen
  - 4.1 Nominalwertanlagen
    - 4.1.1 Bargeld
    - 4.1.2 Bank- und Postguthaben
    - 4.1.3 Anlagen beim Arbeitgeber einer Personalvorsorgeeinrichtung
  - 4.2 Sachwertanlagen
    - 4.2.1 Liegenschaften
    - 4.2.2 Wertschriften
  - 4.3 Derivative Finanzinstrumente
  - 4.4 Alternative Anlagen
  - 4.5 Kollektive Anlagen
    - 4.5.1 Grundsätzliche Bemerkungen zur Vermögensanlage in kollektive Anlageformen
    - 4.5.2 Voraussetzungen für die Investition in kollektive Anlagen (Art. 56 BVV 2)
    - 4.5.3 Spezifische Risiken bei kollektiven Anlagen
      - 4.5.3.1 Festlegung der Anlagerichtlinien
      - 4.5.3.2 Kompetenzregelung
      - 4.5.3.3 Anteilsermittlung
      - 4.5.3.4 Kauf und Rücknahme der Anteile
5. Die Begrenzung der einzelnen Vermögensanlagen
6. Erweiterung der Anlagemöglichkeiten nach Art. 59 BVV 2
  - 6.1 Allgemeines
  - 6.2 Insbesondere Erstellung eines Anlagereglements

- 6.3 Erweiterung der zulässigen Anlagen
- 6.4 Erweiterung der Einzel- und Gesamtbegrenzungen
- 6.5 Praxis der kantonalen Aufsichtsbehörden
- 6.6 Gesamtportfolio
- 6.7 Die Risikofähigkeit im Speziellen
7. Schlussfolgerungen

## 1. Einleitende Bemerkungen

In den Jahren 2000–2002 brachen die Aktienbörsen weltweit massiv ein. Vorsorgeeinrichtungen, die unflexible Nominalleistungen (Renten, Kapitalbeträge<sup>1</sup>) zu garantieren hatten, traf dies schwer. Viele Vorsorgeeinrichtungen fielen unter einen Deckungsgrad von 100%. Solche Unterdeckungen müssen Vorsorgeeinrichtungen durch geeignete Massnahmen beheben.

Eine optimale Vermögensanlage einer Personalvorsorgeeinrichtung<sup>2</sup>, welche die Leistungen an die Versicherten und Begünstigten sicherstellt, ist daher von grösster Bedeutung. Unter den veränderten Marktbedingungen sind die Anforderungen an die Fähigkeiten von Stiftungsräten massiv gestiegen. Im Kern besteht die Aufgabe des Stiftungsrates darin, für die eigene Vorsorgeeinrichtung zu handeln und deren Angelegenheiten zu besorgen.

Nachfolgend wird gezeigt, welche allgemeinen Grundsätze eine Vorsorgeeinrichtung bei der Vermögensanlage zu beachten hat und in welchem Verhältnis diese Grundsätze zueinander stehen. Weiter ist von Interesse, in welche Vermögensanlagen investiert werden darf und welche Grenzwerte hierbei zu beachten sind. In diesem Zusammenhang wird auch untersucht, inwiefern eine Vorsorgeeinrichtung in neue Anlagekonstrukte investieren und unter welchen Bedingungen eine Vorsorgeeinrichtung über bestehende Grenzwerte Vermögensanlagen tätigen darf, um eine höhere Rendite zu erzielen. Ein besonderes Augenmerk wird auch auf die Vermögensanlage in kollektive Anlagen gerichtet.

---

Für die Mitwirkung beim Verfassen dieses Artikels bedanken sich die Autoren bei lic. iur. JAN KLEINER, Zürich. Zudem bedanken sich die Autoren für die Bereitschaft zur Diskussion bei lic. oec. EBERHARD SCHWARZ, München, und Dr. iur. FLORIAN S. JÖRG, Zürich. Schliesslich bedanken sich die Autoren für die Abschlussredaktion bei EVA WETTSTEIN, Zürich.

- 1 Vorsorgeeinrichtungen sind verpflichtet, das Alterskapital mit einem Mindestzinssatz, der sich seit dem 1. Januar 2005 auf 2.5% beläuft, zu verzinsen.
- 2 Die Personalvorsorgeeinrichtungen in der Schweiz verwalten bedeutende Vermögenswerte. Im Jahre 2004 betrug die Aktiven der privatwirtschaftlichen und öffentlich-rechtlichen Vorsorgeeinrichtungen der Zweiten Säule gemäss der Pensionskassenstatistik 2004 ungefähr CHF 480 Milliarden (vgl. auch CARL HELBLING: Personalvorsorge und BVG, Bern/Stuttgart/Wien 2006, 567).

## 2. Die gesetzlichen Vorschriften bezüglich der Vermögensanlage im Überblick

Hinsichtlich Vermögensverwaltung enthält das BVG<sup>3</sup> eine einzige Bestimmung: Art. 71 BVG<sup>4</sup>, welcher insbesondere die einzelnen Grundsätze der Vermögensanlage festhält. Diese Bestimmung gilt für alle Personalvorsorgestiftungen, d.h. sowohl für registrierte als auch für nicht registrierte Einrichtungen<sup>5</sup>. Im Weiteren befasst sich die BVV 2<sup>6</sup> in insgesamt 15 Verordnungsbestimmungen, nämlich in den Art. 49–60 BVV 2, ausführlich mit der Vermögensanlage von Personalvorsorgestiftungen. Diese Verordnungsbestimmungen gelten seit 1997 ebenfalls für registrierte und nicht registrierte Personalvorsorgestiftungen<sup>7,8</sup>.

## 3. Grundsätze der Vermögensanlage

### 3.1 Allgemeines

Personalvorsorgeeinrichtungen sind nach dem Kapitaldeckungsverfahren<sup>9</sup> aufgebaut<sup>10</sup>. Aus diesem Grund ist die Vermögensbildung und -verwaltung von zentraler Bedeutung<sup>11</sup>. Die Anforderungen hieran nehmen im Bereich der "Zweiten Säule" laufend zu<sup>12</sup>. Dennoch begnügt sich das Bundesgesetz über die berufliche Vorsorge mit relativ wenigen Ausführungen zur Vermögensverwaltung<sup>13</sup>.

Der fundamentalste Grundsatz, welcher bei der Vermögensverwaltung zu beachten ist, ergibt sich aus Art. 65 Abs. 1 BVG: Vorsorgeeinrichtungen sind verpflichtet, jederzeit Sicherheit zu bieten, dass die übernommenen Verpflichtungen erfüllt werden können<sup>14</sup>. Auf dieser Basis legt Art. 71 BVG die eigentlichen Grundlagen für die Vermögensverwaltung fest<sup>15</sup>. Insbesondere werden in Art. 71 Abs. 1 BVG die Grundsätze der Vermögensanlage<sup>16</sup> umschrieben, nämlich "Sicherheit"<sup>17</sup>, "Risikoverteilung"<sup>18</sup>,

3 Bundesgesetz vom 25. Juni 1982 über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG), SR 831.40.

4 Art. 71 Abs. 1 BVG: Die Vorsorgeeinrichtungen verwalten ihr Vermögen so, dass Sicherheit und genügender Ertrag der Anlagen, eine angemessene Verteilung der Risiken sowie die Deckung des voraussehbaren Bedarfes an flüssigen Mitteln gewährleistet sind.

5 Im Stiftungsrecht wird in Art. 89<sup>bis</sup> Abs. 6 ZGB (in der Änderung von 1997/2004) darauf hingewiesen, dass die Bestimmungen von Art. 71 BVG für alle Personalvorsorgestiftungen gelten. Darin eingeschlossen sind auch nichtregistrierte Einrichtungen. Das Gesetz bezeichnet die Personalvorsorgestiftungen noch als Personalfürsorgestiftungen. In den Art. 331 ff. OR wird jetzt von "Personalvorsorge" statt "Personalfürsorge" gesprochen (siehe zum Ganzen HELBLING [FN 2], 588; HANS-ULRICH STAUFFER: Berufliche Vorsorge, Zürich 2005, N 1506). Zu bemerken ist zudem, dass die Anlagevorschriften für eine Personalvorsorgeeinrichtung auch schon für die Beurteilung der Anlagepolitik einer "klassischen" Stiftung hinzugezogen wurden; vgl. BGE 124 III 97 ff.

6 Verordnung vom 18.4.1984 über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2), SR 831.441.1.

7 HELBLING (FN 2), 589.

8 Für die Anlage des Vermögens in der gebundenen Vorsorge der Dritten Säule gelten ebenfalls die Bestimmung von Art. 71 BVG und die Art. 49–60 BVV 2. Lediglich die in Art. 54 lit. b BVV 2 vorgesehenen Begrenzungen gelten nicht für die Gewährung oder Ablösung von Hypothekendarlehen auf Wohneigentum, das dem Eigenbedarf des Vorsorgenehmers dient (siehe Art. 5 Abs. 3 der Verordnung vom 13.11.1985 über die steuerliche Abzugsberechtigung für Beiträge an anerkannte Vorsorgeformen [BVV 3], SR 831.461.3).

9 Beim Kapitaldeckungsverfahren werden die eigenen künftigen Leistungen durch einen planmässigen Sparprozess vorfinanziert. Mittels versicherungsmathematischer Regeln werden die Beiträge bestimmt, die – zusammen mit den Kapitalerträgen – das mit Eintritt des Leistungsfalls erforderliche Deckungskapital bilden. Dies im Gegensatz zum Umlageverfahren, bei welchem Beiträge der erwerbstätigen Versicherten zur Bezahlung von Leistungen an Rentner, Invalide, Hinterbliebene oder andere Berechtigte verwendet werden, HELBLING (FN 2), 567.

10 Zur Kapitalbildung auch HANS-MICHAEL RIEMER/GABRIELA RIEMER-KAFKA: Das Recht der beruflichen Vorsorge in der Schweiz, Bern 2006, § 7 N 1 ff.

11 Vgl. HELBLING (FN 2), 567; HANS J. PEITZMANN: Schutz der Destinatäre als eine der Aufgaben der Aufsichtsbehörden, die von der Rechtsprechung konkretisiert wurde, in: EIDGENÖSSISCHES VERSICHERUNGSGERICHT (Hrsg.): Sozialversicherungsrecht im Wandel. Festschrift 75 Jahre Eidgenössisches Versicherungsgericht, Bern 1992, 483, 494; STAUFFER (FN 5), N 1474. Die grosse Bedeutung zeigt sich auch darin, dass die Anlagen mit ihren Erträgen verbreitet als "dritter Beitragszahler" bezeichnet werden, vgl. MARTIN TH. MARIA EISENRING: Die Verantwortlichkeit für Vermögensanlagen von Vorsorgeeinrichtungen, Diss., Zürich 1999, 65; HANS-PETER KONRAD: Wider eine kurzfristige Anlagepolitik, SPV 1995, 525, 527.

12 Vgl. kürzlich BGE 132 II 144.

13 STAUFFER (FN 5), N 1470.

14 STAUFFER (FN 5), N 1470. Ausführlich EISENRING (FN 11), 68 ff. Hinweise zu einer allfälligen Lockerung dieser Bestimmung unter der Voraussetzung fachmännischer Anlagestrategien und entsprechender Organisation finden sich auch bei HELBLING (FN 2), 577, unter Verweis auf WERNER NUSSBAUM: Das System der beruflichen Vorsorge in den USA im Vergleich zum schweizerischen Recht, Bern 1999.

15 CLAUDIA ARCE/HANS-JÜRGEN WOLTER: Der Zweck der Anlagevorschriften in der beruflichen Vorsorge. Problematische Beschränkung der Anlageautonomie, ST 1993, 405; BRUNO LANG, Anlage- und Bewertungsvorschriften im Wandel, SPV 1992, 321; STAUFFER (FN 5), N 1470; HERMANN WALSER: Die Bedeutung der Anlagevorschriften für Personalvorsorgeeinrichtungen, ST 1996, 131.

16 Die Einhaltung dieser Grundsätze ist namentlich auch im Hinblick auf allfällige Haftungsfragen von Bedeutung; siehe dazu etwa ROLAND A. MÜLLER.: Die Verantwortlichkeit der Stiftnsräte von Vorsorgeeinrichtungen, AJP 2004, 131 ff.

17 Art. 50 BVV 2:

<sup>1</sup> Die Vorsorgeeinrichtung muss ihre Vermögensanlagen sorgfältig auswählen, bewirtschaften und überwachen.

<sup>2</sup> Sie muss bei der Anlage des Vermögens in erster Linie darauf achten, dass die Sicherheit der Erfüllung der Vorsorgezwecke gewährleistet ist. Die Beurteilung der Sicherheit erfolgt insbesondere in Würdigung der gesamten Aktiven

"genügender Ertrag"<sup>19</sup> und "Liquidität"<sup>20</sup>. Eine Konkretisierung dieser Grundsätze ergibt sich aus den Art. 49 ff. BVV 2<sup>21</sup>. Diese werden nachfolgend im Einzelnen dargestellt<sup>22</sup>.

## 3.2 Grundsatz der Sicherheit und Risikodiversifikation<sup>23</sup>

### 3.2.1 Im Allgemeinen

Bei der Anlage von Vermögen einer Personalvorsorgeeinrichtung steht der Gedanke der Sicherheit im Vordergrund<sup>24</sup>. Art. 50 BVV 2 verlangt primär, dass jede Vorsorgeeinrichtung ihre Vermögensanlagen sorgfältig auswählt<sup>25</sup>, bewirtschaftet und überwacht<sup>26</sup>. Weiter ist unerlässlich, dass die Mittel erstens auf verschiedene Anlagekategorien, zweitens auf im Hinblick auf ihre Bonität einwandfreie Schuldner sowie drittens auf verschiedene Regionen und Wirtschaftszweige verteilt werden<sup>27</sup>.

### 3.2.2 Der Sicherheitsbegriff in der BVV 2

#### 3.2.2.1 Punktuelle Sicherheit

Im traditionellen Sinn wurde "Sicherheit" vorwiegend punktuell<sup>28</sup>, d.h. mit Blick auf eine einzelne Anlage oder Anlagekategorie, und ausschliesslich bezogen auf den Nominalwert verstanden<sup>29</sup>. Eine derartige "nominale" Sicherheit war erreicht, wenn ein Geldbetrag in derselben Höhe und in den gleichen Währungseinheiten zurückerstattet werden konnte<sup>30</sup>. Nahe bei diesem Sicherheitsverständnis steht der Begriff der "Mündelsicherheit" bzw. der "mündelsicheren Kapitalanlage"<sup>31</sup>. Eine Vermögensanlage ist mündelsicher, wenn "nach menschlicher Voraussicht und bei umsichtiger Würdigung der Verhältnisse Vermögensverluste *ausgeschlossen* erscheinen"<sup>32</sup>.

Ein solches Sicherheitsverständnis wirft in zweierlei Hinsicht Probleme auf: Zum einen kann die bloss punktuelle Überprüfung der Sicherheit den heutigen Anforderungen an eine wirtschaftlich sinnvolle und sichere Vermögensanlage nicht genügen<sup>33</sup>. Zum andern bietet die bloss Berücksichtigung des Nominalwertes keine wirkliche Sicherheit.

#### 3.2.2.2 Der Nominal- und Realwert

Bei einem Sicherheitsverständnis wie oben dargestellt werden Aspekte sowohl der Inflationssicherheit als auch der von Art. 71 BVG<sup>34</sup> geforderten Rentabilität der Anlage ausser Acht gelassen<sup>35</sup>. Aus diesem Grund ist die rein nominale Sicherheit für sich alleine bei der Anlage von Vorsorgevermögen untauglich<sup>36</sup>. Eine mündelsichere, allein den No-

18 Art. 50 Abs. 3 BVV 2.

19 Art. 51 BVV 2: Die Vorsorgeeinrichtung muss einen dem Geld-, Kapital- und Immobilienmarkt entsprechenden Ertrag anstreben.

20 Art. 52 BVV 2: Die Vorsorgeeinrichtung muss darauf achten, dass sie die Versicherungs- und die Freizügigkeitsleistungen bei deren Fälligkeit erbringen kann. Sie sorgt für eine entsprechende Aufteilung ihres Vermögens in kurz-, mittel- und langfristige Anlagen.

Siehe auch ARCE/WOLTER (FN 15), 408; EISENRING (FN 11), 61; HELBLING (FN 2), 573 f.; STAUFFER (FN 5), N 1470, m.w.H.; WALSER (FN 15), 131.

21 ARCE/WOLTER (FN 15), 405; LANG (FN 15), 321; WALSER (FN 15), 131; BGE 132 II 148; RIEMER/RIEMER-KAFKA (FN 10), § 2 N 101.

22 Siehe zum Ganzen EISENRING (FN 11), 61 ff.; IVO FURRER: Die Vermögensanlagevorschriften gemäss BVG und BVV 2, insbesondere unter dem Gesichtspunkt der Wohneigentumsförderung, Diss., Zürich 1986, 51 ff.; HELBLING (FN 2), 567 ff.; MARCO LANTER: Die Verantwortlichkeit von Stiftungsorganen, Diss., Zürich 1984, 86 ff.; STAUFFER (FN 5), N 1470 ff.; WALSER (FN 15), 131 ff. Ein Überblick zu den einschlägigen Anlagevorschriften findet sich bei RIEMER/RIEMER-KAFKA (FN 10), § 2 N 101 ff.

23 Der Grundsatz der Sicherheit ist eng mit jenem der Risikodiversifikation verknüpft, ist doch letzterer Voraussetzung für eine sichere Kapitalanlage. Dies widerspiegelt sich auch in der Struktur des Art. 50 BVV 2. Vgl. auch HELBLING (FN 2), 569. Ausführlich zur Sicherheit einer Anlage auch FURRER (FN 22), 51 ff.

24 EISENRING (FN 11), 63; HELBLING (FN 2), 569; WALSER (FN 15), 131; WERNLI, STEPHAN: Schweizer Pensionskassen und Corporate Governance, Diss., Zürich 2004, 53; BGE 132 II 148; BGE 122 IV 279 ff., 282.

25 WALSER (FN 15), 131.

26 Art. 50 Abs. 1 BVV 2. EISENRING (FN 11), 62; BRUNO LANG/ARNOLD SCHNEITER: Die neuen Anlagevorschriften nach BVV 2, Revision per 1. April 2000 akzentuiert die Führungsaufgabe der Organe, ST 2000, 775, 776. Diese grundsätzliche Sicherheit schliesst besonders risikobehaftete Investitionen schon a priori aus; HELBLING (FN 2), 569.

27 Art. 50 Abs. 3 BVV 2; ARCE/WOLTER (FN 15), 405; EISENRING (FN 11), 62; BGE 122 IV 282.

28 STAUFFER (FN 5), N 1473.

29 Vgl. auch WERNLI (FN 24), 53.

30 FURRER (FN 22), 53; HELBLING (FN 2), 569 f.

31 FURRER (FN 22), 53 FN 2.

32 FURRER (FN 22), 53 FN 2, m.w.H.

33 Vielmehr kann sogar eine "Scheinsicherheit" entstehen; SCHWEIZERISCHER PENSIONSKASSENVERBAND ASIP (Anlagevorschriften ASIP): Anlagevorschriften. Änderung der Anlagevorschriften der BVV 2, abrufbar unter [www.asip.ch](http://www.asip.ch), Ziff. 3; EISENRING (FN 11), 64. Vgl. für die Vermögensverwaltung im Zusammenhang mit Trusts und diesbezüglichen Entwicklungen OLIVER ARTER, Aspekte der Vermögensverwaltung für Trustvermögen, ST 2005, 592 ff.

34 Sowie Art. 50 BVV 2.

35 EISENRING (FN 11), 63; WERNLI (FN 24), 53.

36 Dies, wie EISENRING (FN 11) aufzeigt, insbesondere aus dem Grund, dass bei einer rein den Nominalwert betrachtenden Anlage mit dem Realwertverlust des Geldes die nötigen, der Preisentwicklung angepassten Vorsorgeleistungen nicht erbracht werden können; EISENRING (FN 11), 63.

und Passiven nach Massgabe der tatsächlichen finanziellen Lage sowie der Struktur und der zu erwartenden Entwicklung des Versichertenbestandes.

<sup>3</sup> Sie muss bei der Anlage des Vermögens die Grundsätze der angemessenen Risikoverteilung einhalten; die Mittel müssen insbesondere auf verschiedene Anlagekategorien, Regionen und Wirtschaftszweige verteilt werden.

minalwert berücksichtigende und damit allzu vorsichtige Anlage ist unzulässig und verstösst gegen die von Art. 71 BVG und Art. 50 BVV 2 aufgestellten Grundsätze, weil so sämtliche Möglichkeiten und Chancen, die der Finanzmarkt bietet, ungenutzt gelassen werden<sup>37</sup>. Entsprechend ist es unzulässig, ausschliesslich in risikolose Nominalwertanlagen zu investieren. Vielmehr muss die Vermögensanlage auch eine den Realwert<sup>38</sup> betreffende Sicherheit bieten<sup>39</sup>. Da sich letztlich beide Sicherheiten gegenseitig ergänzen, sollte ein Teil des Vermögens "sicher" im nominalen Sinne, ein Teil "sicher" bezogen auf den Realwert angelegt werden<sup>40</sup>.

### 3.2.2.3 Ganzheitliche Sichtweise

Mit Blick auf die rein punktuelle Überprüfung der Sicherheit ist die Revision von Art. 50 BVV 2 auf das Jahr 2000 hin zu erwähnen<sup>41</sup>. In der neuen Fassung hebt sich diese Bestimmung von der punktuellen Orientierung ab. Die geforderte Sicherheit wird heute ganzheitlich betrachtet<sup>42</sup> und nicht mehr auf Stufe "Anlagekategorie" oder gar "jeder Einzelanlage". Explizit wird festgehalten, dass die Beurteilung der Sicherheit "in Würdigung der gesamten Aktiven und Passiven nach Massgabe der tatsächlichen finanziellen Lage sowie der Struktur und der zu erwartenden Entwicklung des Versichertenbestandes" zu erfolgen hat<sup>43</sup>. Mit der zusätzlichen Erwähnung von "Bewirtschaftung" und "Überwachung" sind die verantwortlichen Organe nun im Weiteren verpflichtet, vorhandene Ertragsmöglichkeiten marktkonform auszuschöpfen<sup>44</sup> und diesem Prozess permanent die nötige Aufmerksamkeit zu schenken<sup>45,46</sup>.

### 3.2.3 Diversifikation

Das Erfordernis der Diversifikation hängt eng mit dem Grundsatz der sicheren Kapitalanlage zusammen. Eine Diversifikation der Anlageinstrumente ist das adäquate Mittel, um das Gesamtrisiko eines Portfolios zu verringern<sup>47</sup>. Primäres Ziel dabei ist die Identifikation von Anlageklassen, die miteinander wenig, im besten Fall sogar negativ, korrelieren<sup>48</sup>. Wie sich der Botschaft zum BVG entnehmen lässt, wurde aufgrund der hohen Bedeutung der Risikodiversifikation der Verordnungsgeber explizit angewiesen, in der BVV 2 die Risikoverteilung zu regeln<sup>49</sup>. Zu achten ist dabei sowohl auf eine sinnvolle Verteilung auf die wichtigsten zugelassenen Anlagekategorien als auch – innerhalb dieser Kategorien – auf eine gewisse Begrenzung pro Schuldner bzw. Einzelanlage<sup>50</sup>.

In der BVV 2 wurden entsprechend die folgenden Erfordernisse aufgestellt: Die Vermögensanlagen sind zum einen "auf verschiedene Kategorien, Regionen und Wirtschaftszweige" zu verteilen<sup>51</sup>. Zum andern bestehen prozentuale Begrenzungsvorschriften innerhalb der einzelnen Kategorien und pro Schuldner, welche den Art. 54 und 55 BVV<sup>52</sup> zu entnehmen sind<sup>53</sup>.

### 3.2.4 Sicherheit als Führungsaufgabe

Seit kurzem wird die Einhaltung der Anlagevorschriften und damit die Beachtung der erforderlichen Sicherheit bei

der Kapitalanlage vermehrt als Führungsaufgabe der zuständigen Organe betrachtet<sup>54</sup>. Der Aspekt der Eigenverantwortung jeder Vorsorgeeinrichtung gewinnt stetig an Bedeutung<sup>55</sup>. Im Resultat bedeutet dies, dass trotz Beizug professioneller externer Beratungsleistungen letztlich das paritätische Organ des Stiftungsrates die notwendigen Beschlüsse hinsichtlich der Festlegung der Anlagestrategie zu fassen und die Verantwortung dafür zu tragen hat<sup>56</sup>. Dies kommt auch in der Formulierung von Art. 49a BVV 2<sup>57</sup> zum

37 EISENRING (FN 11), 63.

38 Siehe zur Unterscheidung zwischen Real- und Nominalwert auch HELBLING (FN 2), 569 f.

39 EISENRING (FN 11), 63 f.

40 HELBLING (FN 2), 569 f.; WERNLI (FN 24), 53 f.

41 STAUFFER (FN 5), N 1471.

42 Anlagevorschriften ASIP (FN 33), Ziff. 3; LANG/SCHNEITER (FN 26), 775; STAUFFER (FN 5), N 1471.

43 Art. 50 Abs. 2 BVV 2.

44 Sog. Bewirtschaftung.

45 Sog. Überwachung.

46 LANG/SCHNEITER (FN 26), 775.

47 Diese Risikoverminderung rührt daher, dass man die Renditeerwartungen, Volatilitäten und insbesondere die gegenseitigen Abhängigkeiten einzelner Anlagen berücksichtigt; es gilt, Anlagekategorien mit unterschiedlichem Schwankungsmuster miteinander zu kombinieren und gegenseitige Abhängigkeiten möglichst zu vermeiden. Vgl. EISENRING (FN 11), 64; FURRER (FN 22), 58 f.; HELBLING (FN 2), 570; LANG/SCHNEITER (FN 26), 776.

48 Allgemein zur Gefahr von Klumpenrisiken BGE 132 II 144 ff.: Diesem Entscheid lag der Sachverhalt zu Grunde, dass eine Pensionskasse über 90% ihres Vermögens bei derselben Schuldnerin anlegte. Nach Ansicht des Gerichts widerspricht eine solche Anlagepolitik "klar dem vom Gesetzgeber durch Art. 71 Abs. 1 BVG vorgegebenen Grundsatz der angemessenen Risikoverteilung bei der Vermögensanlage" (E. 2.4).

49 BBl 1976 I 149 ff.

50 BBl 1976 I 267 f.; siehe auch hinten Ziff. 5.

51 Art. 50 Abs. 3 BVV 2. Siehe auch LANG/SCHNEITER (FN 26), 776.

52 Dazu hinten Ziff. 5.

53 Für weitere Begrenzungen, die der Risikoverminderung dienen können, siehe HELBLING (FN 2), 569 ff.; siehe auch LANTER (FN 22), 88.

54 Vgl. LANG/SCHNEITER (FN 26), 775, welche aufzeigen, dass mit den Revisionen der BVV 2 von 1996 und 2000 "die Vermögensanlage der Vorsorgeeinrichtungen nachhaltig als Führungsaufgabe der paritätischen Organe akzentuiert werden" soll. Siehe auch HELBLING (FN 2), 577; WALSER (FN 15), 134 f.

55 Vgl. auch EISENRING (FN 11), 64; WALSER (FN 15), 136.

56 WALSER (FN 15), 135.

57 Art. 49a BVV 2:

<sup>1</sup> Die Vorsorgeeinrichtung legt die Ziele und Grundsätze, die Durchführung und Überwachung der Vermögensanlage nachvollziehbar so fest, dass das paritätische Organ seine Führungsaufgabe vollumfänglich wahrnehmen kann.

<sup>2</sup> Die Vorsorgeeinrichtung stellt die Regeln auf, die bei der Ausübung ihrer Aktionärsrechte zur Anwendung gelangen.

<sup>3</sup> Die Vorsorgeeinrichtung trifft die zur Umsetzung der Mindestvorschriften von Artikel 48f–48h geeigneten organisa-

Ausdruck<sup>58</sup>. Dass dies richtig ist, ergibt sich auch daraus, dass letztlich nur die Vorsorgeeinrichtungen selber, unter Berücksichtigung ihrer Grösse, ihrer konkreten finanziellen Bedürfnisse und ihrer Leistungsverpflichtungen in der Lage sind, die für den konkreten Fall optimale Anlagestrategie zu bestimmen<sup>59</sup>. Die Bestimmungen des BVG und der BVV 2 können hierfür bloss den erforderlichen Rahmen schaffen<sup>60</sup>.

### 3.3 Grundsatz der genügenden Rentabilität

Ein weiterer wichtiger Grundsatz der Vermögensanlage ist die Erzielung eines angemessenen Ertrages<sup>61</sup>. Der früher verbreitete Gedanke der mündelsicheren Anlage ist heute einer stärkeren Beachtung des Ertragsgedankens gewichen<sup>62</sup>. In welcher Höhe sich dieser Ertrag bewegen soll, wird in Art. 51 BVV 2 näher umschrieben: Die Rendite muss dem Geld-, Kapital- und Immobilienmarkt entsprechen<sup>63</sup>.

Die gesetzlichen Umschreibungen sind damit vage. Aus der Vorgabe der zu erzielenden Rendite lässt sich für keine Vorsorgeeinrichtung eine für sie passende Anlagepolitik herleiten. Jede Pensionskasse muss deshalb für sich einen ausgewogenen Mittelweg zwischen Rendite und Sicherheit anhand der im BVG und in der BVV 2 aufgestellten Grundsätze finden. Dabei ist es sachlogisch, dass Kapitalgewinne oder Vermögenserträge nur durch die Übernahme erhöhter Anlagerisiken gesteigert werden können<sup>64,65</sup>. Dies wiederum hat auch höhere Renditeschwankungen zur Folge<sup>66</sup>. Auch diesbezüglich gilt, dass jede Vorsorgeeinrichtung für sich selbst bestimmen muss, wie hoch das kalkulier- und kontrollierbare Risiko für sie ist, was insbesondere von den statutarischen Verpflichtungen und vom vorhandenen Vermögen abhängt<sup>67</sup>. In jedem Fall gilt Folgendes: Je höher die Wahrscheinlichkeit von erfahrungsgemäss auftretenden Vermögensschwankungen, umso mehr gewinnt die Bildung von Wertschwankungsreserven<sup>68</sup> an Bedeutung<sup>69</sup>.

### 3.4 Grundsatz der genügenden Liquidität<sup>70</sup>

Der Grundsatz der genügenden Liquidität erfordert, dass das Vermögen einer Vorsorgeeinrichtung so zu investieren ist, dass bei Kapitalbedarf rechtzeitig die benötigten flüssigen Mittel beschafft werden können<sup>71</sup>. Entsprechend verlangt Art. 52 BVV 2, dass eine Vorsorgeeinrichtung in der Lage sein muss, die Versicherungs- und Freizügigkeitsleistungen bei deren Fälligkeit zu erbringen, weshalb eine entsprechende Aufteilung des Vermögens in kurz-, mittel- und langfristige Anlagen vorzunehmen ist. Die Deckung des Bedarfs an flüssigen Mitteln ist stets zu gewährleisten<sup>72</sup>.

### 3.5 Spannungsverhältnis zwischen den Grundsätzen der Sicherheit/Risiko-diversifikation, Rentabilität und Liquidität

Die dargelegten Grundsätze der Vermögensanlage, nämlich "Sicherheit", "Rentabilität" und "Liquidität", stehen untereinander in einem naturgegebenen Spannungsverhältnis<sup>73</sup>. Ausgangspunkt für die Anlagestrategie einer Vorsorgeein-

richtung muss daher die Feststellung ihrer Risikofähigkeit sein. Risiko bedeutet hier, das angestrebte Ziel (Leistungs-

torischen Massnahmen. Sie legt die Anforderungen fest, welche die Personen und Einrichtungen, die das Vermögen der Vorsorgeeinrichtung anlegen und verwalten, erfüllen müssen.

<sup>4</sup> Beim Erlass der Vorschriften nach Absatz 3 kann sich die Vorsorgeeinrichtung auf Normen und Regelwerke von anerkannten Organisationen und Verbänden beziehen.

58 EISENRING (FN 11), 64.

59 EISENRING (FN 11), 64; BRUNO LANG, Für eine liberale Anwendung der Anlagevorschriften, SPV 1988, 132.

60 Ebenso ARCE/WOLTER (FN 15), 408; LANG (FN 59), 132. WALSER (FN 15), 134, bringt es auf den Punkt: "Mit dem Gesetzbuch allein lässt sich (...) das Vermögen einer Vorsorgeeinrichtung nicht anlegen und verwalten".

61 HELBLING (FN 2), 571; siehe auch LANTER (FN 22), 88 ff.; STAUFFER (FN 5), N 1474.

62 EISENRING (FN 11), 65.

63 S. auch STAUFFER (FN 5), N 1474.

64 EISENRING (FN 11), 65; HELBLING (FN 2), 571 ff.

65 Dies wiederum schlägt sich in positiver Weise sowohl auf die Leistungen einer Vorsorgeeinrichtung (qualitative und quantitative Steigerung) als auch auf die Beiträge (Senkung oder Tiefhaltung) nieder; EISENRING (FN 11), 65.

66 Wie bereits erwähnt, ist aber selbstredend, dass nicht kalkulierbare oder nicht tragbare Risiken von vornherein klar zu vermeiden sind; EISENRING (FN 11), 65.

67 EISENRING (FN 11) weist darauf hin, dass eine performanceorientierte Anlage zwangsweise mit einer erhöhten Volatilität verbunden ist und deshalb zwingend die Bildung von Schwankungsreserven voraussetzt; EISENRING (FN 11), 65; ebenso HELBLING (FN 2), 577 ff.

68 Art. 48e BVV 2 verlangt, dass die Vorsorgeeinrichtung in einem Reglement Regeln zur Bildung von Rückstellungen und Schwankungsreserven festlegt, wobei der Grundsatz der Stetigkeit zu beachten ist. Solche Schwankungsreserven werden gebildet, um einerseits die Wertschwankungen bei den Vermögenswerten und andererseits die versicherungstechnischen Schwankungen (z.B. wegen der Kleinheit des Bestandes) auszugleichen (HELBLING [FN 2], 279). Die Wertschwankungsreserve soll entsprechend Glättungseffekte bewirken. Es ist aber keine stille, sondern eine offene Reserve, über deren Zu- oder Abnahme rapportiert werden muss. Für die Berechnung der notwendigen Schwankungsreserve gibt es keine allgemein anerkannte Bewertungsmethode. So basiert beispielsweise das Asset-Liability-Management auf Risikofähigkeitsanalysen. Die Schwankungsreserve soll im Weiteren so bemessen sein, dass sie leichte bis mittlere Wertverluste auf den Aktiven durch Kurseinbrüche auszugleichen vermag (HELBLING [FN 2], 489).

69 EISENRING (FN 11), 65; LANG/SCHNEITER (FN 26), 776.

70 Ausführlich FURRER (FN 22), 74 ff.

71 HELBLING (FN 2), 573 f.; siehe auch LANTER (FN 22), 90.

72 EISENRING (FN 11), 67 f.

73 Zu den Entwicklungen im Bereich der modernen Portfolio-Theorie und der Vermögensverwaltung, zwar im Zusammenhang mit Trusts, aber dennoch auch für die Verwaltung von Pensionskassenvermögen einschlägig ARTER (FN 33), 592 ff.

erbringung) mit den eingesetzten Finanzierungsquellen (Beiträge, Vermögenserträge) zu verfehlen. Das Risiko muss insbesondere nicht nur für ein einziges Jahr, sondern kann über mehrere Jahre bis zum Planungshorizont betrachtet werden<sup>74</sup>. Ausserdem muss eine Vorsorgeeinrichtung jederzeit Sicherheit dafür bieten, dass sie die übernommenen Verpflichtungen erfüllen kann<sup>75</sup>.

Mittels einer Asset-Liability-Studie kann die Risikofähigkeit einer Vorsorgeeinrichtung offen gelegt werden<sup>76</sup>. Eine zentrale Rolle beim Asset Liability Management spielt die Asset Allocation. Der strategischen<sup>77</sup> Asset Allocation hat eine Analyse der Verpflichtungen vorauszugehen. Für die entsprechende Beurteilung ist vom aktuellen Deckungsgrad<sup>78</sup> auszugehen. Je höher der aktuelle Deckungsgrad ist, umso mehr Risiko kann eingegangen werden. Der Anteil des Deckungsgrades, der über 100% der Deckung hinausgeht, dient als "Ausfallgarantie"<sup>79</sup>.

Anlagen, die auf die Erzielung einer höheren Rendite bzw. Performance ausgerichtet sind, bedeuten auch ein höheres Risiko für die Vorsorgeeinrichtung. Wenn eine Vorsorgeeinrichtung eine höhere Rendite anstrebt, so hat sie ein höheres Risiko einzugehen. Der Risikozuschlag ist ein wesentliches Element der Verzinsung in der Investitionsrechnung (nebst Realzins und Inflationserwartung)<sup>80</sup>. Je kleiner das Risiko, desto kleiner fällt auch die Rendite aus. Mit anderen Worten: Rendite und Risiko korrelieren positiv.

Die Auswirkungen des Verhältnisses zwischen der Rendite und dem Risiko der Vermögensanlagen für eine Vorsorgeeinrichtung soll anhand eines illustrativen Beispiels aufgezeigt werden: Wie eingangs erwähnt, brachen in den Jahren 2000–2002 die Aktienbörsen weltweit massiv ein. Diese massiven Kursrückschläge hinterliessen auch bei den Portefeuilles der Vorsorgeeinrichtungen ihre Spuren; eine Vielzahl von Vorsorgeeinrichtungen rutschte auf einen Deckungsgrad von weit unter 100%. Solche Unterdeckungen verlangten von den betroffenen Vorsorgeeinrichtungen entsprechende Massnahmen<sup>81</sup>, da eine Vorsorgeeinrichtung jederzeit Sicherheit dafür bieten muss, dass sie die übernommenen Verpflichtungen erfüllen kann. Eine Vorsorgeeinrichtung, deren Deckungsgrad deutlich unter 100% fällt, hat eine verminderte Risikofähigkeit. Die verminderte Risikofähigkeit führt grundsätzlich dazu, dass die Vorsorgeeinrichtung Anlagen tätigen muss, die weniger riskant sind und damit auch weniger Rendite abwerfen. Entsprechend sieht sich eine Vorsorgeeinrichtung gezwungen, ihre Aktienquote abzubauen. Mit einer tieferen Aktienquote wird die Vorsorgeeinrichtung aber nicht an einem erneuten Aufschwung an den Börsen profitieren. Dies hat zur Folge, dass der Deckungsgrad und die Risikofähigkeit der Vorsorgeeinrichtung weiter sinken. Mit anderen Worten: Bei der "Im-Loch-Vorsorgeeinrichtung" vergrössert sich – ohne geeignete Gegenmassnahmen – die Unterdeckung. Sofern die Zinssätze für Obligationen tief sind, kommt erschwerend hinzu, dass die Vorsorgeeinrichtungen das Altersguthaben mit einem Mindestzins, der seit dem 1. Januar 2005 2.5% beträgt<sup>82</sup>, verzinsen müssen.

Diese Problematik wurde mit der Einführung von Art. 65c BVG etwas entschärft, indem vorübergehende Unterdeckungen und damit eine zeitlich begrenzte Abweichung vom Grundsatz der jederzeitigen Sicherheit nach Art. 65 Abs. 1 BVG zulässig sind. Zwar muss die Vorsorgeeinrichtung weiterhin Massnahmen ergreifen, um eine Unterdeckung zu beseitigen. Die Beseitigung muss aber nicht zwingend sofort erfolgen, sondern in einer angemessenen Frist<sup>83</sup>. Unter der angemessenen Frist oder Sanierungsperiode ist ein Zeitraum von ungefähr fünf bis maximal zehn Jahre zu verstehen<sup>84</sup>.

#### 4. Zulässige Vermögensanlagen

Art. 53 BVV 2 bestimmt die zulässigen Vermögensanlagen<sup>85</sup>, wobei diese Auflistung in den Art. 56 BVV 2 bis

74 HELBLING (FN 2), 574.

75 HELBLING (FN 2), 574.

76 HELBLING (FN 2), 490.

77 Dies gilt aber nicht für die taktische Asset Allocation, bei welcher kurzfristige Marktchancen berücksichtigt werden. Im Rahmen der taktischen Asset Allocation kann im Einzelfall durch den Vermögensverwalter ein Entscheid getroffen werden, welcher auch ausserhalb der strategischen Asset Allocation liegt. Dies ist jedoch nicht durch die Vorsorgeeinrichtung, sondern durch einen beigezogenen Vermögensverwalter zu entscheiden.

78 Der Begriff "Deckungsgrad" wurde mit Art. 44 BVV 2 vereinheitlicht, damit Unterdeckungen gemessen und zwischenbetrieblich und zwischenzeitlich beurteilt werden können (HELBLING [FN 2], 438). Gemäss Art. 44 Abs. 1 BVV 2 besteht eine Unterdeckung, wenn am Bilanzstichtag das nach den anerkannten Grundsätzen durch den Experten für berufliche Vorsorge berechnete versicherungstechnisch notwendige Vorsorgekapital nicht durch das dafür verfügbare Vorsorgevermögen gedeckt ist. Die Einzelheiten für die Ermittlung der Unterdeckung sind im entsprechenden Anhang geregelt.

79 Siehe zum Ganzen HELBLING (FN 2), 575.

80 HELBLING (FN 2), 575.

81 Siehe Art. 65d BVG und Art. 44 BVV 2.

82 Siehe Art. 12 lit. d BVV 2.

83 Art. 65c Abs. 1 lit. b BVG.

84 CHRISTOPH FURRER: Unterdeckung bei Pensionskassen – Möglichkeiten der Sanierung, Trex 2003, 206. Nach HELBLING (FN 2), 441, sollte der Zeitraum, nach welchem eine Vorsorgeeinrichtung, die saniert wird, wieder einen Deckungsgrad von wenigstens 90% erreicht, 3–5 Jahre nicht überschreiten. Zudem solle nach 5–10 Jahren wieder ein Deckungsgrad von 100% gegeben sein, zuzüglich einer minimalen Wertschwankungsreserve.

85 Art. 53 BVV 2:

Das Vermögen einer Vorsorgeeinrichtung kann angelegt werden in:

a. Bargeld;  
b. Forderungen, die auf einen festen Geldbetrag lauten, namentlich Postcheck- und Bankguthaben, Anlehensobligationen, inbegriffen solche mit Wandel- oder Optionsrechten, sowie andere Schuldanerkenntnisse, unabhängig davon, ob sie wertpapiermässig verurkundet sind oder nicht;

Art. 58 BVV 2 präzisiert wird: Nominalwertanlagen<sup>86</sup> und davon abgeleitet Anlagen beim Arbeitgeber<sup>87</sup>, Sachwertanlagen<sup>88</sup>, derivative Finanzinstrumente<sup>89</sup> und kollektive ("indirekte") Anlagen<sup>90</sup>. Bereits an dieser Stelle ist darauf hinzuweisen, dass andere Anlageformen ausserhalb dieses Anlagenkatalogs *nicht per se* unzulässig sind<sup>91</sup>.

## 4.1 Nominalwertanlagen

### 4.1.1 Bargeld

Unter den Begriff der Nominalwertanlage<sup>92</sup> fällt zunächst Bargeld<sup>93</sup>. Bargeld ist jedoch für Vorsorgeeinrichtungen von untergeordneter Bedeutung, weil sich damit keine Rendite<sup>94</sup> erzielen lässt<sup>95</sup>. Bargeldbestände können deshalb lediglich der Begleichung täglicher administrativer Kosten oder als Bestand für Barauszahlungen dienen<sup>96</sup>.

### 4.1.2 Bank- und Postguthaben

Von ungleich grösserer Bedeutung sind Bank- und Postcheckguthaben<sup>97,98</sup>, wozu die kurzfristig angelegten Mittel, Festgeldanlagen, wertpapiermässig verurkundete Forderungen<sup>99</sup>, aber auch nicht verurkundete Forderungen, wie etwa gewöhnliche Darlehen, gehören<sup>100</sup>. Eine Einschränkung hinsichtlich der Währung von Nominalwertanlagen besteht nicht<sup>101</sup>, doch gilt es im Rahmen der Anlagestrategie, mögliche Risiken der Kursschwankung zu berücksichtigen<sup>102</sup>.

### 4.1.3 Anlagen beim Arbeitgeber einer Personalvorsorgeeinrichtung

Anlagen beim Arbeitgeber einer Personalvorsorgeeinrichtung werden als Unterform der Nominalwertanlagen betrachtet<sup>103</sup>. Die Pensionskassenstatistik 2004 zeigt, dass die einfachen Forderungen an das Arbeitgeberunternehmen nur noch knapp 4% des gesamten Vermögens privater Vorsorgeeinrichtungen ausmachen. Diese Quote ist in den letzten Jahren ständig zurückgegangen. Die Entwicklung des finanziellen Loslöses der Vorsorgeeinrichtungen von der Arbeitgeberunternehmung ist zu begrüssen<sup>104</sup>. Gerade in den letzten Jahren sind mehrere spektakuläre Fälle bekannt geworden, in welchen die Arbeitgeberunternehmung Darlehen nicht mehr an die Vorsorgeeinrichtung zurückbezahlen konnten.

Anlagen beim Arbeitgeber sind nicht unproblematisch<sup>105</sup>. Solange das Arbeitgeberunternehmen finanziell gesund ist, sind sämtliche Forderungen gegen dieses sicher, und es bestehen keine finanziellen Gefahren für die Vorsorgeeinrichtung. Ändert sich aber die finanzielle Lage der Unternehmung, ist die Erfüllung von Forderungen gegen diese und damit letztlich auch die Finanzierung der Vorsorge gefährdet<sup>106</sup>. Es gehört mithin zu den schwierigsten Fragen für einen Stiftungsrat, ob bei Liquiditätseingpässen der Unternehmung die Schuld gegenüber der Stiftung anwachsen (durch Stehenlassen der Beiträge) oder gar ein Darlehen gewährt werden soll. Letztlich geht es hier um die Frage,

ob die Vorsorge gesichert oder die Arbeitsplätze erhalten werden sollen. Dies gilt insbesondere in Zeiten wirtschaftlicher Schwierigkeiten<sup>107</sup>. Die Vorsorgeeinrichtung und das Arbeitgeberunternehmen bilden immer eine Schicksalsgemeinschaft. Geht der Arbeitgeber trotz Verzichts auf Rückzahlung eines Darlehens später in Konkurs<sup>108</sup>, besteht die

- c. Wohn- und Geschäftshäusern, auch Stockwerkeigentum und Bauten im Baurecht, sowie Bauland;
- d. Beteiligungen an Gesellschaften, deren Geschäftszweck einzig Erwerb und Verkauf sowie Vermietung und Verpachtung eigener Grundstücke ist (Immobilien-gesellschaften);
- e. Aktien, Partizipations- und Genussscheinen und ähnlichen Wertschriften und Beteiligungen sowie in Genossenschaftsanteilscheinen; Beteiligungen an Gesellschaften mit Sitz im Ausland sind zugelassen, wenn sie an einer Börse kotiert sind.

86 Art. 53 lit. a und b BVV 2.

87 Art. 57 und 58 BVV 2.

88 Art. 53 lit. c, d und e BVV 2.

89 Art. 56a BVV 2.

90 Art. 56 BVV 2.

91 S. FURRER (FN 22), der die Unzulässigkeit von Anlagen in Gold oder Edelsteinen erwähnt; dies mit der (richtigen) Begründung, dass dies unter dem Gesichtspunkt der Sicherheit kaum in Frage komme; ähnlich auch EISENRING (FN 11), 129; s. auch RIEMER/RIEMER-KAFKA (FN 10), § 2 N 104. Zu pauschal jedoch STAUFFER (FN 5), N 1597. Letztlich ist, wie noch aufzuzeigen ist, nicht der Katalog der zulässigen Anlagen ausschlaggebend, sondern die Beachtung der oben dargelegten Anlagegrundsätze. Siehe hinten Ziff. 6.

92 Siehe dazu auch FURRER (FN 22), 95 ff.

93 Art. 53 lit. a BVV 2; siehe auch FURRER (FN 22), 96 f.

94 Art. 51 BVV 2.

95 Vgl. vorne Ziff. 3.3. Siehe auch STAUFFER (FN 5), N 1508.

96 STAUFFER (FN 5), N 1508.

97 Art. 53 lit. b BVV 2.

98 Die flüssigen Mittel und die kurzfristigen Anlagen beliefen sich gemäss der Pensionskassenstatistik 2004 auf 9%.

99 Anleiheobligationen, Kassascheine, Wandelanleihen.

100 Zum Ganzen STAUFFER (FN 5), N 1509.

101 FURRER (FN 22), 96 f.; STAUFFER (FN 5), N 1510.

102 STAUFFER (FN 5), N 1510.

103 STAUFFER (FN 5), N 1513.

104 HELBLING (FN 2), 617 f.

105 WALSER (FN 15), 135. Zur Problematik auch FURRER (FN 22), 127 ff. Vgl. zu der Rechtslage in den USA und England sowie zu Pension Fund Trusts im Allgemeinen OLIVER ARTER: Commercial Trusts, in: OLIVER ARTER/FLORIAN S. JÖRG (Hrsg.): Entwicklungen im Gesellschaftsrecht II, Bern 2006, 307, 328 f., sowie OLIVER ARTER/KATHARINA PETRI: Business Trusts – der Trust im kommerziellen Umfeld, ST 2004, 513 ff., je mit weiteren Hinweisen.

106 Nebst dieser Problematik ist stets auch die an sich geforderte Trennung von Vorsorgeeinrichtung und Unternehmung zu berücksichtigen; ARCE/WOLTER (FN 15), 406; STAUFFER (FN 5), N 1513; WALSER (FN 15), 135.

107 HELBLING (FN 2), 620 f.

108 Zum Schutz der Begünstigten in den USA vgl. *McDonald v. Horn* [1995] 1 All ER 961.

Gefahr, dass die Arbeitnehmer nicht nur ihren Arbeitsplatz, sondern auch einen Teil ihrer Vorsorgemittel verlieren.

Konsequenterweise sind deshalb die Möglichkeiten für Anlagen bei der Arbeitgeberunternehmung eingeschränkt<sup>109</sup> worden<sup>110</sup>. Die Einschränkungen der Vermögensanlage gestalten sich folgendermassen<sup>111</sup>: Zunächst darf das Vermögen einer Vorsorgeeinrichtung, vermindert um Verbindlichkeiten und passive Rechnungsabgrenzungen, nicht ungesichert<sup>112</sup> beim Arbeitgeber angelegt werden, soweit es zur Deckung der Freizügigkeitsleistungen<sup>113</sup> sowie zur Deckung der laufenden Renten gebunden ist<sup>114,115</sup>. Weiter dürfen ungesicherte Anlagen und Beteiligungen beim Arbeitgeber zusammen 5% des Vermögens nicht übersteigen<sup>116</sup>. Sodann sind Forderungen einer Vorsorgeeinrichtung gegenüber ihrer Arbeitgeberunternehmung zu marktüblichen Ansätzen<sup>117</sup> zu verzinsen<sup>118,119</sup>.

## 4.2 Sachwertanlagen

### 4.2.1 Liegenschaften

In der Kategorie der Sachwertanlagen<sup>120</sup> sind in Art. 53 lit. c BVV 2 als erstes "Wohn- und Geschäftshäuser, auch Stockwerkeigentum und Bauten im Baurecht, sowie Bauland" aufgeführt. Aufgrund ihrer hohen Wertkonstanz<sup>121</sup> werden derartige Anlagen, insbesondere solche in Renditeliegenschaften, verbreitet als besonders geeignet betrachtet. Nachteilig wirken sich der Verwaltungsaufwand und die Liquidität der Anlage aus. Bei Mehrfamilienhäusern ohne besonders reichen Ausbau, die neu erstellt werden, sollte je nach Lage mit einer Bruttorendite von 5–7% des Anlagewertes gerechnet werden. Nach Abzug der Aufwendungen und der allfälligen Verwaltungskosten sollte eine buchmässige Nettorendite auf dem gesamten investierten Kapital – je nach Lage und Qualität der Liegenschaft – von rund 4–6% übrig bleiben (vor Abschreibungen)<sup>122</sup>.

Als weitere Sachwertanlage werden in Art. 53 lit. d BVV 2 sodann Beteiligungen an Immobiliengesellschaften genannt<sup>123</sup>. Die Auswahl von entsprechenden Immobilien ist umso schwieriger, je kleiner eine Vorsorgeeinrichtung ist. Daher empfiehlt es sich insbesondere für kleine Vorsorgeeinrichtungen, Anteilscheine an solchen Immobilienfonds zu erwerben<sup>124</sup>.

Gemäss der Pensionskassenstatistik 2004 sind 14% der Bilanzsumme der privatwirtschaftlichen Vorsorgeeinrichtungen in Liegenschaften angelegt. Im Gegensatz dazu haben amerikanische Pension Funds lediglich etwa 2% des Vermögens in Liegenschaften investiert<sup>125</sup>.

### 4.2.2 Wertschriften

Schliesslich sind in Art. 53 lit. e BVV 2 Aktienanlagen aufgeführt<sup>126</sup>. Zulässig sind nach dem Wortlaut dieser Bestimmung Anlagen in Aktien, Partizipations- und Genussscheinen, in ähnlichen Wertschriften und Beteiligungen sowie in Genossenschaftsanteilscheinen.

Die Anlage des Vermögens einer Vorsorgeeinrichtung in Aktien stellt eine administrativ unproblematische und einfache Vermögensanlage dar. Umstritten bei der Anlage in Aktien ist die Quote dieser Anlage. Kursbewegungen an den Aktienbörsen zeigen immer wieder, dass kurzfristig starke Schwankungen möglich sind. Dementsprechend ist das Risiko einer Vorsorgeeinrichtung, die Nominalwertleistungen schuldet, bei Aktien besonders gross. Über längere Sicht liegt die Aktienrendite in der Schweiz in der Regel jedoch deutlich über der Obligationenrendite, und zwar trotz gelegentlichen Börsencrashes<sup>127</sup>. Gleiches lässt sich auch mit Bezug auf die Entwicklung der Aktienrendite gegenüber der Obligationenrendite in den USA sagen<sup>128</sup>. Entsprechend

109 Art. 57 BVV 2 enthält Begrenzungsvorschriften, Art. 58 BVV 2 Sicherstellungsanforderungen und Art. 58a BVV 2 statuiert für gewisse Fälle eine Meldepflicht; vgl. STAUFFER (FN 5), N 1513.

110 Dies auch aus dem Grund, dass in der Vergangenheit grössere Verluste auf Darlehen an Arbeitgeber bekannt geworden sind, HELBLING (FN 2), 620.

111 Siehe zum Ganzen STAUFFER (FN 5), N 1513 ff.

112 Art. 58 BVV 2 regelt die Formen einer solchen Absicherung: Die Sicherung kann durch eine Garantie des Bundes, eines Kantons, einer Gemeinde oder einer dem Bankengesetz unterstehenden Bank erfolgen; sie muss auf die Vorsorgeeinrichtung lauten sowie unwiderrufflich und unübertragbar sein. Sie kann aber auch in Grundpfändern bis zu zwei Dritteln des Verkehrswertes bestehen (Art. 58 Abs. 2 lit. b BVV 2); Grundpfänder auf Grundstücken des Arbeitgebers, welche ihm zu mehr als 50% ihres Wertes aus Industrie-, Gewerbe- oder Geschäftsliegenschaft dienen, gelten jedoch nicht als Sicherstellung. Schliesslich kann die Aufsichtsbehörde, gestützt auf Art. 58 Abs. 3 BVV 2, im Einzelfall andere Arten der Sicherstellung zulassen.

113 Unter "Deckung der Freizügigkeitsleistungen" ist der Betrag zu verstehen, welcher der Summe der erworbenen Austrittsleistungen entspricht, also auch derjenigen Versicherten, bei denen kein Freizügigkeitsfall eingetreten ist, STAUFFER (FN 5), N 1513.

114 Art. 57 Abs. 1 BVV 2.

115 Siehe auch WALSER (FN 15), 135.

116 Art. 57 Abs. 2 BVV 2.

117 STAUFFER (FN 5), N 1515, schlägt hierfür beispielsweise die Hinzuziehung von Zinssätzen der jeweiligen Kantonalbanken vor.

118 Art. 57 Abs. 3 BVV 2.

119 Zum Ganzen WALSER (FN 15), 135.

120 Siehe FURRER (FN 22), 110 ff.

121 STAUFFER (FN 5), N 1518.

122 Siehe HELBLING (FN 2), 602 ff.

123 Nach STAUFFER (FN 5), N 1519, kann es sich dabei nur um Beteiligungen an Aktiengesellschaften oder Genossenschaften handeln, welche nicht unter Art. 53 lit. e BVV 2 fallen sollen.

124 HELBLING (FN 2), 607.

125 NUSSBAUM (FN 14), 265.

126 STAUFFER (FN 5), N 1520.

127 HELBLING (FN 2), 608 ff.

128 Vgl. STEPHEN A. ROSS/RANDOLPH W. WESTERFIELD/JEFFREY JAFFE, *Corporate Finance*, New York, 2005, 239 ff.



empfiehlt es sich für Vorsorgeeinrichtungen, in Aktien zu investieren und damit an der Produktivität der Volkswirtschaft teilzuhaben. Im Hinblick auf die Anlage in Aktien, insbesondere bezüglich der Höhe des Aktienanteils im Verhältnis zum Gesamtvermögen einer Vorsorgeeinrichtung, ist deshalb eine Risikofähigkeitsanalyse der Vorsorgeeinrichtung bedeutsam, damit die Balance zwischen Sicherheit/Risiko und Rendite beachtet wird<sup>129</sup>.

Das Anlegen in Aktien wird durch Anlagestiftungen und Investmentfonds, deren Zertifikate gleichzeitig eine Risikoverteilung erlauben, für Vorsorgeeinrichtungen stark erleichtert. Dies gilt insbesondere auch für Aktienanlagen im Ausland<sup>130</sup>. Im Falle von Beteiligungen an Unternehmungen aus dem Ausland ist eine Börsenkotierung erforderlich<sup>131</sup>. Für Beteiligungen an Schweizer Unternehmen gibt es keine derartige Beschränkung.

Vor dem Börsencrash im Jahre 2001 wurde in der Schweiz, vor allem von in- und ausländischen Banken, immer wieder darauf hingewiesen, dass der Aktienanteil im Allgemeinen bei Schweizer Vorsorgeeinrichtungen im Vergleich zum Ausland noch zu tief sei. In diesem Zusammenhang ist ein Vergleich mit den USA und Grossbritannien von Interesse. Der Aktienanteil bei den amerikanischen Pension Funds betrug im Jahre 2000 rund 50% und bei den britischen Pensionsvermögen sogar 80%<sup>132</sup>. Gemäss der Pensionskassenstatistik 2004 belief sich der Aktienanteil von schweizerischen Pensionskassen dagegen auf 27%<sup>133</sup>. Diesbezüglich ist aber darauf hinzuweisen, dass amerikanische und britische Pensionskassen – im Gegensatz zu schweizerischen Pensionskassen – nicht verpflichtet sind, eine festgestellte Unterdeckung umgehend zu beseitigen und daher eine Baisse an den Aktienmärkten länger aussitzen können.

### 4.3 Derivative Finanzinstrumente

Anlagen in Derivate werden durch den im Jahr 1996 eingeführten Art. 56a BVV 2 geregelt. Diese Bestimmung beruht darauf, dass anfangs der Neunzigerjahre bei Unternehmen, Banken und auch Vorsorgeeinrichtungen grosse Verluste auf derivativen Finanzinstrumenten eintraten (z.B. bei der Pensionskasse der Landys & Gyr)<sup>134</sup>. Das Bundesamt für Sozialversicherung hat sich zur Anlage in derivative Finanzinstrumente bereits im Jahre 1998 geäussert und sich gegenüber solchen neuen Anlageinstrumenten offen gezeigt<sup>135</sup>. Unter derivative Finanzinstrumente fallen Call- oder Put-Optionen, Swaps usw., aber auch komplexere Konstrukte, welche teilweise mit hohen Kapitaleinsätzen verbunden sind<sup>136</sup>.

Art. 56a BVV 2 setzt der Verwendung solcher Anlagen Grenzen: So darf eine Vorsorgeeinrichtung nur in derivative Finanzinstrumente investieren, welche sich von Anlagen gemäss Art. 53 BVV 2 ableiten<sup>137</sup>. Des Weiteren ist der Bonität der Gegenpartei und der Handelbarkeit stets entsprechend der Besonderheit des eingesetzten Instruments Rechnung zu tragen<sup>138</sup>. Zudem müssen sämtliche Verpflichtungen, die sich für die Vorsorgeeinrichtung aus derivativen Finanzgeschäften ergeben oder sich im Zeitpunkt der Ausübung des Rechts ergeben können, vollumfänglich gedeckt

sein<sup>139</sup>. Schliesslich darf der Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten keine Hebelwirkung auf das Gesamtvermögen bewirken<sup>140</sup>.

Das Bundesamt für Sozialversicherung und die Eidgenössische Kommission für berufliche Vorsorge haben am 15. Oktober 1996 eine Fachempfehlung zum Einsatz und zur Darstellung der derivativen Finanzinstrumente herausgegeben. Diese Fachempfehlung für Derivate soll zu den einzelnen Absätzen in Art. 56a BVV 2 Interpretationshilfen sowie Anregungen geben und damit den Stiftungsräten als Hilfe für die Umsetzung der Verordnungsvorschriften in der Praxis dienen.

### 4.4 Alternative Anlagen

Alternative Anlagen, wie beispielsweise Hedge Funds, Private Equity, Emerging Markets Anlagen oder High Yield Debt Funds, zählen gemäss Art. 53 BVV 2 nicht zu den sog. "zulässigen Anlagen". Anlagen in diesem Bereich sind jedoch unter den Voraussetzungen von Art. 59 BVV 2 zulässig. Hierauf wird unter Ziff. 6 detailliert eingegangen.

### 4.5 Kollektive Anlagen

#### 4.5.1 Grundsätzliche Bemerkungen zur Vermögensanlage in kollektive Anlageformen

Die Revision der BVV 2 im Jahre 2000 erfasste auch die vormals "indirekten" Anlagen. Ziel dieser Revision war unter anderem die Flexibilisierung und Erweiterung der Anlagemöglichkeiten unter gleichzeitig stärkerer Gewichtung der Eigenverantwortung jeder Vorsorgeeinrichtung<sup>141</sup>. Entsprechend galt es, insbesondere auch die "Anlage- und Aufsichtsvorschriften für Pensionskassen zu lockern, um vermehrt Risiko- und Wagniskapitalanlagen zu ermöglichen."<sup>142</sup> Entsprechend wurde die damals noch enge Definition der indirekten/kollektiven Anlagen erweitert<sup>143</sup>.

129 HELBLING (FN 2), 608 ff.

130 HELBLING (FN 2), 609.

131 Vgl. Art. 53 lit. e letzter Satz BVV 2. Eine Kotierung im Ausland sollte allerdings genügen, vgl. STAUFFER (FN 5), N 1520.

132 Siehe die Angaben bei HELBLING (FN 2), 610.

133 Der Obligationenanteil von schweizerischen Pensionskassen belief sich gemäss der Pensionskassenstatistik auf 36%.

134 STAUFFER (FN 5), N 1521.

135 BSV-Mitteilungen Nr. 11/Ziff. 66 vom 28. Dezember 1988.

136 STAUFFER (FN 5), N 1521.

137 Art. 56a Abs. 1 BVV 2.

138 Art. 56a Abs. 2 BVV 2.

139 Art. 56a Abs. 3 BVV 2.

140 Art. 56a Abs. 4 BVV 2.

141 Vgl. vorne Ziff. 3.2.4.

142 Vgl. Motion WAK-NR, 97.400.

143 Nach der alten Regelung stellte sich für viele kollektive Anlagemöglichkeiten die Frage, ob sie nach dem Text der

Nach der derzeit geltenden Regelung der BVV 2 wird unter kollektiven Anlagen eine Form der Vermögensanlage im Sinne einer gemeinschaftlichen Anlage ("Pooling") verstanden. Darunter fallen schweizerische wie ausländische Anlagefonds, Anlagestiftungen, bankinterne Sondervermögen, aber auch gemeinschaftliche Anlagen ohne eigene Rechtspersönlichkeit<sup>144</sup> und die so genannten "Investment Companies"<sup>145</sup>.

Den rechtlichen Rahmen für solche Anlagen schafft Art. 56 BVV 2. Grundvoraussetzung für die Zulässigkeit der Beteiligung an kollektiven Anlagen ist, dass diese ihrerseits Anlagen vornimmt, die nach Art. 53 BVV zulässig sind<sup>146</sup>. Weiter enthält Art. 56 BVV 2 Regelungen hinsichtlich der erforderlichen Organisation einer kollektiven Anlage<sup>147</sup>, aber auch über die Begrenzung der einzelnen Anlagen, um eine adäquate Risikobeurteilung zu ermöglichen<sup>148</sup>.

In der Schweiz verwalten die so genannten Anlagestiftungen ausschliesslich Vermögen von Vorsorgeeinrichtungen. Die Vorteile der Anlage in solche Anlagestiftungen bestehen darin, dass die angeschlossene einzelne Vorsorgeeinrichtung das Anlagerisiko breit streuen kann, die Verwaltung einfach ist und keine Verrechnungssteuerabzüge anfallen<sup>149</sup>.

Nachfolgend gilt es aufzuzeigen, unter welchen Voraussetzungen in kollektive Anlagen investiert werden darf<sup>150</sup> und welche spezifischen Risiken sich aus dieser Anlageform ergeben können.

#### 4.5.2 Voraussetzungen für die Investition in kollektive Anlagen (Art. 56 BVV 2)

Grundsätzlich darf nur in kollektive Anlagen investiert werden, wenn diese ihrerseits Anlagen tätigen, die nach Art. 53 BVV 2 zulässig sind<sup>151</sup>. Anlagen, beispielsweise in Waren, via Fonds oder Hedge Funds sind nur, aber immerhin, unter Beachtung von Art. 59 BVV 2<sup>152</sup> erlaubt<sup>153</sup>.

Zudem weist Art. 56 Abs. 2 lit. b BVV 2 auf Risikobereiche<sup>154</sup> hin, die sich speziell bei kollektiven Anlagen manifestieren. All diese Aspekte sind zum einen gemäss der genannten Bestimmung innerhalb der Organisation der kollektiven Anlage zu regeln<sup>155</sup>. Zum anderen muss darauf geachtet werden, dass gerade diese Aspekte auch eine erhebliche Bedeutung in Bezug auf das mit einer kollektiven Anlage verbundene Risiko haben<sup>156</sup>. Das Gesamtrisiko der kollektiven Anlage darf also insbesondere auch unter Würdigung dieser Aspekte nicht als zu hoch erscheinen. Im Weiteren haben diese spezifischen Risiken sowohl eine formelle wie auch eine materielle Komponente.

#### 4.5.3 Spezifische Risiken bei kollektiven Anlagen

Das Gesamtrisiko bei einer Kollektivanlage setzt sich aus zwei Komponenten zusammen: Zum einen aus den äquivalenten Grundrisiken, welche auch durch ein direktes Investieren in entsprechende Anlagen eingegangen werden<sup>157</sup>, zum andern sind bei kollektiven Kapitalanlagen weitere *poolspezifische Risiken* zu beachten<sup>158</sup>:

##### 4.5.3.1 Festlegung der Anlagerichtlinien

Ein poolspezifisches Risiko, welches zwingend zu beachten ist, liegt darin, dass der Rahmen für die anlagepolitischen Entscheide des mit der Verwaltung der kollektiven Anlage beauftragten Organs festzulegen ist<sup>159</sup>. Aus den Anlagerichtlinien muss eindeutig ersichtlich sein, wie das kollektiv angelegte Vermögen investiert wird. Unklarheiten dürfen in dieser Beziehung keine herrschen<sup>160</sup>.

---

BVV 2 überhaupt zulässig, und wenn ja, welcher Anlageart sie zuzuordnen waren; entsprechend ergab sich eine erhebliche Rechtsunsicherheit. Nach einer grammatikalischen Auslegung von Art. 56 aBVV 2 beschränkten sich die Möglichkeiten im Rahmen einer kollektiven Anlage auf schweizerische Anlagefonds und Anlagestiftungen; jeglichen weiteren Anlageformen, wie ausländische Anlagefonds, Sondervermögen bei Banken usw. waren ausgeschlossen. BUNDESAMT FÜR SOZIALVERSICHERUNGEN BSV (BSV-ERLÄUTERUNGEN), Änderung der Anlagevorschriften in der BVV 2. Erweiterung und Flexibilisierung der Anlagemöglichkeiten in der beruflichen Vorsorge. Erläuterungen, abrufbar unter <http://www.bsv.admin.ch/dokumentation/medieninformationen/archiv/presse/2000d/00032001bv2-erlaeuterungen.pdf>, 3 f., 5 f.

144 BSV-ERLÄUTERUNGEN (FN 143), 13; LANG/SCHNEITER (FN 26), 778.

145 BSV-ERLÄUTERUNGEN (FN 143), 13.

146 Art. 56 Abs. 2 lit. a BVV 2.

147 Nach Art. 56 Abs. 2 lit. b BVV 2 muss eine kollektive Anlage Bestimmungen aufstellen über die Festlegung der Anlagerichtlinien, über die Kompetenzregelung, Anteilsermittlung sowie über Kauf und Rücknahme der Anteile, so dass die Interessen der daran beteiligten Vorsorgeeinrichtungen in nachvollziehbarer Weise gewahrt sind. Vgl. auch STAUFFER (FN 5), N 1522.

148 STAUFFER (FN 5), N 1522.

149 Vgl. FURRER (FN 22), 121 ff.; HELBLING (FN 2), 616.

150 Nachfolgend Ziff. 4.5.2.

151 Art. 56 Abs. 2 lit. a BVV 2; BSV-ERLÄUTERUNGEN (FN 143), 13.

152 Siehe vorne Ziff. 6.

153 BSV-ERLÄUTERUNGEN (FN 143), 13; siehe auch LANG/SCHNEITER (FN 26), 780, welche darauf hinweisen, dass Art. 56 BVV 2 in die Erweiterungsmöglichkeiten nach Art. 59 BVV 2 eingeschlossen ist.

154 Vgl. sogleich hinten Ziff. 4.5.3.

155 Art. 56 Abs. 2 BVV 2:

Die Vorsorgeeinrichtung kann sich an kollektiven Anlagen beteiligen, sofern:

a. (...)

b. Die Organisationsform der kollektiven Anlage bezüglich Festlegung der Anlagerichtlinien, Kompetenzregelung, Anteilsermittlung, sowie Kauf und Rücknahme der Anteile so geregelt ist, dass die Interessen der daran beteiligten Vorsorgeeinrichtungen in nachvollziehbarer Weise gewahrt sind.

156 Vgl. LANG/SCHNEITER (FN 26), 778.

157 LANG/SCHNEITER (FN 26), 776.

158 BSV-ERLÄUTERUNGEN (FN 143), 13 f.; LANG/SCHNEITER (FN 26), 777 f.

159 BSV-ERLÄUTERUNGEN (FN 143), 13.

160 Zudem ist für den Fall, dass andere als die in Art. 53 BVV 2 vorgesehene Anlagen getätigt werden, eine Begründung nach

#### 4.5.3.2 Kompetenzregelung

In jeder kollektiven Anlage ist eine Organisation erforderlich, welche ein "faireres und effizientes"<sup>161</sup> Pooling gewährleistet. Diese hat namentlich folgende Punkte zu umfassen: die Regelung der Organisation mit der erforderlichen Funktionstrennung, das Vorgehen im Falle einer Änderung der Anlagerichtlinien, die Kostenverteilung nach dem Verursacherprinzip sowie die Bezeichnung der Revisionsstelle<sup>162</sup>.

#### 4.5.3.3 Anteilsermittlung

Unter dem Gesichtspunkt der richtigen, marktbewerteten Anteilsermittlung ist eine transparente Buchhaltung und ein effizientes Führungsreporting zu fordern, auf Grund dessen sich Struktur, Erfolg und Risiken der getätigten Anlagen beurteilen lassen<sup>163</sup>.

#### 4.5.3.4 Kauf und Rücknahme der Anteile

Grundsätzlich gilt, dass eine Vorsorgeeinrichtung auch beim Einsatz von kollektiven Anlagen die Flexibilität haben muss, Engagements zu beenden oder Veräusserungen bei Bedarf vorzunehmen<sup>164</sup> – dies insbesondere im Hinblick auf das in Art. 52 BVV 2 statuierte Liquiditätserfordernis. Allerdings ist die Handelbarkeit immer relativ zur entsprechenden Direktanlage zu beurteilen<sup>165</sup>.

### 5. Die Begrenzung der einzelnen Vermögensanlagen

Art. 54 und 55 BVV 2 enthalten Begrenzungsvorschriften hinsichtlich der einzelnen zulässigen Vermögensanlagen<sup>166</sup>, welche für Vorsorgeeinrichtungen verbindlich sind<sup>167</sup>. Sinn dieser Begrenzungen ist es, den Risiken, welche diesen einzelnen Anlagearten innewohnen, gerecht zu werden<sup>168</sup>. Hält man diese Schranken ein, gilt eine Vermögensanlage grundsätzlich als gesetzeskonform<sup>169</sup>. Über die Einhaltung dieser Begrenzungen hinaus (oder besser: parallel zu diesen Begrenzungen) sind aber stets die grundlegenden Anlageprinzipien zu beachten<sup>170</sup>.

Es gehört daher zur Führungsaufgabe des Stiftungsrates, unter Berücksichtigung dieser Begrenzungsvorschriften und der grundlegenden Anlageprinzipien der Sicherheit/Risikoverteilung, Rendite und Liquidität eine optimale Anlagestruktur zu finden. So kann sich beispielsweise aus dem Grundsatz der Sicherheit der Kapitalanlage ergeben, dass eine Grenze enger gezogen werden muss, als dies die Art. 54 oder 55 BVV 2 vorsehen würden<sup>171</sup>. Es kann sich aber auch zeigen, dass diese Grenzen aufgrund einer risikoreicheren Anlagestrategie, die auf einer entsprechenden Risikofähigkeit der Vorsorgeeinrichtung basiert und einer entsprechenden Anpassung der Führungs- und Organisationsstruktur der Vorsorgeeinrichtung bedarf, überschritten werden sollen<sup>172</sup>, um eine höhere Rendite zu erzielen.

## 6. Erweiterung der Anlagemöglichkeiten nach Art. 59 BVV 2

### 6.1 Allgemeines

Eine Vermögensanlage, welche den Anforderungen des vorne beschriebenen Anlagekataloges entspricht und die allgemeinen Anlagegrundsätze beachtet, gilt ohne Weiteres als gesetzeskonform<sup>173</sup>. Dies bedeutet aber nicht, dass eine Vermögensaufteilung, welche dem erwähnten Katalog widerspricht, von vornherein gesetzeswidrig wäre<sup>174</sup>. Explizit ist in Art. 59 BVV 2<sup>175</sup> die Möglichkeit erwähnt<sup>176</sup>, den Anlagekatalog über die Möglichkeiten von Art. 53 ff. BVV 2 hinaus zu "erweitern".

Massgabe von Art. 59 BVV 2 erforderlich; vgl. vorne Ziff. 6; BSV-ERLÄUTERUNGEN (FN 143), 13.

161 BSV-ERLÄUTERUNGEN (FN 143), 13.

162 BSV-ERLÄUTERUNGEN (FN 143), 13 f.; vgl. auch KONRAD (FN 11), 525.

163 BSV-ERLÄUTERUNGEN (FN 143), 14.

164 Dies erfordert zum einen vernünftige tiefe Kosten für Anteilserhöhungen bzw. -Rückgaben, zum andern aber auch die regelmässige und häufige Möglichkeit, solche Käufe und Verkäufe vorzunehmen; BSV-ERLÄUTERUNGEN (FN 143), 14.

165 Demnach ist es z.B. akzeptabel, dass ein Pool in weniger liquiden Anlagen (z.B. Aktien in Emerging Markets) weniger häufig geöffnet und eine höhere Einkaufs-/Verkaufsquote aufweist als ein Fonds in liquiden Anlagen, wie etwa Aktien in Schweizer Blue Chips; siehe zum Ganzen BSV-ERLÄUTERUNGEN (FN 143), 14.

166 Ausführlich zu diesen Begrenzungsvorschriften auch FURRER (FN 22), 87 ff.

167 Siehe für eine grafische Darstellung dieser Begrenzungen STAUFFER (FN 5), Abbildung vor N 1531.

168 STAUFFER (FN 5), N 1529.

169 ARCE/WOLTER (FN 15), 406; STAUFFER (FN 5), N 1529.

170 LANG (FN 59), 132; STAUFFER (FN 5), N 1529.

171 Vgl. auch ARCE/WOLTER (FN 15), 406, welche zu Recht darauf hinweisen, dass im Falle, da sich eine Kontrolle der Anlagepolitik lediglich auf den Vergleich der Vermögensanteile mit dem Katalog zulässiger Anlagen beschränkt, die vollständige Prüfung der Vermögensanlage mit Sicherheit nicht erfüllt ist, da "eine integrale Kontrolle der Sicherheit, der Liquidität und der Rentabilität nicht gegeben ist".

172 Siehe die Erweiterung der Anlagemöglichkeiten gemäss Art. 59 BVV 2.

173 ARCE/WOLTER (FN 15), 406.

174 ARCE/WOLTER (FN 15), 406.

175 Art. 59 BVV 2:

<sup>1</sup> Erweiterungen der Anlagemöglichkeiten nach den Artikeln 53–56 und 56a Absätze 1 und 5 sowie Artikel 57 Absatz 2 sind gestützt auf ein Anlagereglement nach den Anforderungen von Artikel 49a möglich, sofern die Einhaltung von Artikel 50 in einem Bericht jährlich schlüssig dargetan werden kann.

<sup>2</sup> Das Ergebnis des Berichts ist im Anhang der Jahresrechnung festzuhalten.

176 ARCE/WOLTER (FN 15), 406.

Damit der Anlagekatalog über die Möglichkeiten von Art. 53 ff. BVV 2 hinaus erweitert werden kann, ist in formeller Hinsicht zunächst ein *Anlagereglement* erforderlich, welches den Anforderungen von Artikel 49a BVV 2 entspricht<sup>177</sup>. Zudem muss die Einhaltung von Artikel 50 BVV 2 in einem Bericht "jährlich schlüssig dargetan werden"<sup>178</sup>, wobei das Ergebnis dieses Berichtes jeweils im Anhang der Jahresrechnung festzuhalten ist<sup>179</sup>.

## 6.2 Insbesondere Erstellung eines Anlagereglements

Für eine Erweiterung der Anlagemöglichkeiten ist der Erlass und die Ausformulierung eines Anlagereglements zentral. Aus einem Anlagereglement müssen die Anlagestrategie, die Anlageorganisation sowie die fachmännische Auseinandersetzung mit der Problematik der Risikobewältigung vollständig und verständlich hervorgehen<sup>180</sup>. Dies ermöglicht es Vorsorgeeinrichtungen, in eigener Verantwortung eine Anlagestrategie zu verfolgen, die auf ihre jeweiligen Bedürfnisse und spezifische Risikofähigkeit zugeschnitten ist<sup>181</sup>.

Zudem steht dem Stiftungsrat<sup>182</sup> die Möglichkeit offen, einen *Anlageausschuss* zu bestimmen. Dem Anlageausschuss sollten zumindest zwei Personen angehören, die nicht zwingend Stiftungsratsmitglieder sein müssen. Sofern kein Stiftungsratsmitglied dem Anlageausschuss angehört, kann der Stiftungsrat einen Beobachter an den Anlageausschuss delegieren. Nahe liegend ist es, den Finanzchef der Arbeitgeberunternehmung als Mitglied in den Anlageausschuss zu wählen. Ausserdem macht es Sinn, einen ausgewiesenen Spezialisten für Vermögensanlagen von Vorsorgeeinrichtungen in den Anlageausschuss zu wählen.

Im Anlagereglement sind die Aufgaben des Anlageausschusses zu definieren. Unter anderem kann der Anlageausschuss die strategische Vermögensallokation ausarbeiten und diese dem Stiftungsrat zur Entscheidung unterbreiten. Er soll weiter die zu wählenden Benchmarks bestimmen und die einzelnen Anlagemandate so strukturieren, dass die erwartete Rendite optimal ausfällt. Zudem kann er die Auswahl der Asset Manager, des Global Custodians (Depotbank) sowie des Investment Controllers vorbereiten und die Mandate nach Genehmigung und Ernennung durch den Stiftungsrat zuteilen. Schliesslich soll der Anlageausschuss die Anlagetätigkeit nach Vorgabe des Stiftungsrates überwachen.

## 6.3 Erweiterung der zulässigen Anlagen

Selbstverständlich bietet die Erfüllung dieser formellen Voraussetzungen keinen Freibrief für eine wie auch immer geartete Anlagestrategie. Stets sind die Grundsätze gemäss Art. 71 BVG und Art. 50 ff. BVV 2 zu beachten.

Betrachtet man die gesetzgeberische Entwicklung dieser Bestimmung, so wird eine stetige Liberalisierung augenfällig<sup>183</sup>. Dies zeigt sich schon daran, dass eine ältere Fassung des Art. 59 BVV 2 noch von "Abweichungen" vom Anlagekatalog sprach, in der heutigen Fassung aber von "Erwei-

terungen" die Rede ist<sup>184</sup>. Zudem war die Fassung vor der Revision 2000 insofern strenger, als bei einer Abweichung vom Anlagekatalog fachmännisch begründet werden musste, dass die Erfüllung des Vorsorgezweckes nicht gefährdet ist<sup>185</sup> und dass "besondere Verhältnisse" die Abweichung rechtfertigen<sup>186</sup>. Auch in der Literatur wurde die strenge Handhabung dieses Kataloges bzw. der Katalog an sich vermehrt in Frage gestellt<sup>187</sup>.

"Erweiterungen" sind heute nicht mehr nur in den gesetzlich normierten *Anlagekategorien* zulässig. In Frage kommen auch *alternative Anlagen* wie Hedge Funds, Private Equity, Emerging Markets Anlagen, High Yield Debt Funds etc. Solche alternativen Anlageinstrumente sind aber mit Vorsicht zu beurteilen, und es gilt, die entsprechenden organisatorischen Massnahmen zu ergreifen, die eine professionelle Betreuung sicherstellen.

Folgende organisatorische Massnahmen sind in der Praxis denkbar: Im Anlagereglement ist abschliessend aufzuführen, in welche alternativen Anlageinstrumente die Vorsorgeeinrichtung investieren darf. Ausserdem kann in das Anlagereglement der Vorsorgeeinrichtung eine Bestimmung aufgenommen werden, wonach es für die Vermögensanlage in solche Finanzinstrumente der ausdrücklichen

177 Art. 59 Abs. 1 BVV 2; s. auch Anlagevorschriften ASIP (FN 33), Ziff. 5; LANG/SCHNEITER (FN 26), 776. Das Anlagereglement unterliegt der Überprüfung durch die Kontrollstelle nach Art. 35 BVV 2; vgl. BUNDESAMT FÜR SOZIALVERSICHERUNG BSV (BSV-Mitteilungen Nr. 53), BSV-Mitteilungen Nr. 53: Mitteilungen über die berufliche Vorsorge Nr. 53 vom 5. Oktober 2000, abrufbar unter [www.bsv.admin.ch/publikat/mbv/d/index.htm](http://www.bsv.admin.ch/publikat/mbv/d/index.htm), 4.

178 Art. 59 Abs. 2 BVV 2 a.E.

179 Art. 59 Abs. 2 BVV; siehe auch Anlagevorschriften ASIP (FN 33), Ziff. 5; LANG/SCHNEITER (FN 26), 776.

180 LANG/SCHNEITER (FN 26), 780.

181 Zu Recht weisen ARCE/WOLTER (FN 15) darauf hin, dass eine gesetzliche Beschränkung der zulässigen Anlageinstrumente den Einsatz geeigneter Finanzinstrumente verhindern und somit das Erreichen der durch das BVG vorgegebenen Zielsetzung verunmöglichen kann, ARCE/WOLTER (FN 15), 408.

182 Die Mitglieder des Stiftungsrates bilden sich mindestens jährlich in Anlagefragen, die für die Erfüllung ihrer Führungsaufgabe wesentlich sind, weiter.

183 Als Vergleich zur Pflicht der Trustees eines Pension Fund Trusts, im besten Interesse der Beneficiaries zu handeln, *Cowan v. Scargill* [1984] 2 All ER 750.

184 Vgl. LANG/SCHNEITER (FN 26), 776.

185 Siehe auch LANG (FN 59), 132; WALSER (FN 15), 134.

186 ARCE/WOLTER (FN 15), 406; LANG (FN 15), 321; LANG/SCHNEITER (FN 26), 776; WALSER (FN 15), 134.

187 ARCE/WOLTER (FN 15), 406 ff.; LANG (FN 59), 132 ff.; LANG (FN 15), 321 ff.; JEAN-PIERRE STEINER, Sind Anlagevorschriften überflüssig? SPV 1999, 417 f.; WALSER (FN 15), 134, welcher auf gewisse Gefahren eines Anlagekataloges hinweist (namentlich auf die Gefahr eines rein schematischen Vorgehens ohne ganzheitliche Beachtung der massgeblichen Anlagegrundsätze); s. auch LANG/SCHNEITER (FN 26), 775 ff.

Zustimmung eines Anlageausschusses im Einzelfall bedarf. Einer solchen Zustimmung muss aber eine sorgfältige Beurteilung der Risikofähigkeit und der Sicherheit der Erfüllung der Vorsorgezwecke vorausgehen. Zur Absicherung kann auch verlangt werden, dass der Stiftungsrat für diese Vermögensanlage einen entsprechenden Beschluss über die strategische Asset Allocation fällt und darin die Zustimmung des Anlageausschusses ausdrücklich bestätigt.

#### 6.4 Erweiterung der Einzel- und Gesamtbegrenzungen

Art. 59 BVV 2 hat auch zur Folge, dass die einzelnen Begrenzungen in Art. 54 BVV 2 und die Gesamtbegrenzungen in Art. 55 BVV 2 aufgeweicht werden können. Der von Art. 59 BVV 2 eingeräumte Spielraum für Ausnahmen von diesen Begrenzungen ist von Stiftungsräten zu nutzen, um entsprechend der Risikofähigkeit einer Vorsorgeeinrichtung höhere Renditen zu erzielen.

Solche Ausnahmen der Begrenzungen dürfen nur gestützt auf ein Anlagereglement vorgenommen werden. Es empfiehlt sich, in einem solchen Anlagereglement eine Bestimmung aufzunehmen, wonach die Durchführung der Vermögensanlagen, die von den Grenzwerten gemäss Art. 54 und 55 BVV 2 abweichen, nur durch darauf spezialisierte Institutionen erfolgt, die mit Schweizer Vorsorgeeinrichtungen und den für diese geltenden Rahmenbedingungen vertraut sind. Im Weiteren kann in einer zusätzlichen Bestimmung erwähnt werden, dass diese minimalen und maximalen Grenzwerte auf dem Marktwert des Vermögens berechnet sind und dass diese Grenzwerte jeweils auf Ende jedes Kalenderjahres einzuhalten sind. Zudem wäre zu regeln, dass Über- und Unterschreitungen dieser Grenzwerte zwischenzeitlich nur zulässig sind, falls sie auf Kursschwankungen am Kapitalmarkt zurückzuführen sind.

#### 6.5 Praxis der kantonalen Aufsichtsbehörden

Die Praxis der kantonalen Aufsichtsbehörden bei der Zulassung der Vermögensanlagen ist verschieden. Im Kanton Zürich besteht seit 1978 ein Kreisschreiben, das für verschiedene andere Kantone wie auch für das BVV 2 richtungweisend war<sup>188</sup>. Mit Bezug auf solche Abweichungen von den Vermögensanlagevorschriften vertrat das Amt für berufliche Aufsicht des Kantons Zürich die Meinung, dass der Anlagekatalog der BVV 2 nicht dem Selbstzweck diene, sondern aufsichtstechnisches Mittel zur Umkehr der Beweislast ist. Begründete Abweichungen seien möglich, wenn besondere Verhältnisse dies rechtfertigen und die Erfüllung des Vorsorgezweckes nicht gefährdet sei<sup>189</sup>. Insbesondere wird die Aufsichtsbehörde die bestehende Risikofähigkeit der Vorsorgeeinrichtung prüfen.

Im Resultat bedeutet dies, dass eine Vorsorgeeinrichtung Anlagen grundsätzlich in all jene Anlageinstrumente tätigen kann, welche sie für zweckmässig hält, sofern die allgemeinen Anlagegrundsätze nach Art. 71 BVG und Art. 50 ff. BVV 2 beachtet werden<sup>190</sup>. Der Anlagekatalog wird durch

die heutige Fassung des Art. 59 BVV 2 also weitgehend<sup>191</sup> relativiert<sup>192</sup>.

Sind die Voraussetzungen für eine Erweiterung der Anlagemöglichkeiten gemäss Art. 59 BVV 2 nicht erfüllt, so trifft die Aufsichtsbehörde angemessene Massnahmen. Sie kann insbesondere eine Anpassung der Vermögensanlagen verlangen<sup>193</sup>. Eine solche Anpassung wäre mit einigem zeitlichen und finanziellen Mehraufwand für die Vorsorgeeinrichtung verbunden, da beispielsweise bereits abgeschlossene Vermögensverwaltungsaufträge mit schweizerischen oder ausländischen Asset Managern aufzulösen wären.

#### 6.6 Gesamtportfolio

Wie bereits gezeigt, bedeutet die Einhaltung des Anlagekataloges nach Art. 53 BVV 2 für sich alleine noch nicht die Rechtskonformität einer Anlage bzw. einer Anlagestrategie. Ebenso wenig führt die Abweichung von diesem Katalog per se zur Rechtswidrigkeit einer Anlagestrategie. Ausschlaggebend ist die *Einhaltung der Anlagegrundsätze nach Art. 71 BVG und Art. 50 ff. BVV 2*<sup>194</sup>: Sicherheit/Risikodiversifikation, Rentabilität und Liquidität, wobei eine gesamtheitliche Betrachtung massgebend ist<sup>195</sup>.

188 Kreisschreiben der Direktion des Innern an die Bezirksräte und Stiftungsorgane über die Beaufsichtigung der Personalvorsorgeeinrichtungen vom 25. Januar 1978.

189 Siehe zum Ganzen HELBLING (FN 2), 596 f.

190 Ebenso LANG/SCHNEITER (FN 26), 776; auch ARCE/WOLTER (FN 15) fordern, dass einer Vorsorgeeinrichtung "Selbständigkeit in der Wahl der Anlagepolitik" zugestanden werden muss; ARCE/WOLTER (FN 15), 408, mit weiterer fundierter Kritik an zu stark regulatorischen Massnahmen im Bereich der Vermögensanlage.

191 Unbedingt zu beachten ist jedoch, dass die Bestimmungen über die Derivate und über Anlagen beim Arbeitgeber dadurch nicht relativiert werden, mithin nach wie vor vollumfänglich einzuhalten sind; siehe dazu LANG/SCHNEITER (FN 26), 776; ebenso Anlagevorschriften ASIP (FN 33), Ziff. 5.

192 WALSER (FN 15), 134, hält pointiert fest, dass Anlagekataloge gar nicht mehr nötig wären, wenn die zuständigen Organe einer Vorsorgeeinrichtung ihre Anlagestrategie jeweils im Rahmen der allgemeinen Anlagegrundsätze seriös und fachmännisch festlegen würden. Ähnlich auch ARCE/WOLTER (FN 15), 408.

193 Art. 60 BVV 2.

194 Statt vieler WALSER (FN 15), 134.

195 In der Literatur wird häufig nur die gesamtheitliche Betrachtung des Sicherheitsaspekts angesprochen, vgl. etwa STAUFFER (FN 5), N 1471. Aus unserer Sicht ist es aber verfehlt, nur die Sicherheit ganzheitlich zu betrachten, die Rentabilität aber beispielsweise für jede Einzelanlage gesondert. Dies ergibt sich nur schon aus dem engen Zusammenspiel der Faktoren Sicherheit/Risiko/Rentabilität, welche wiederum allesamt und in ihrem Zusammenhang einen Einfluss auf die Liquidität einer Personalvorsorgeeinrichtung haben. Folglich ist für jeden einzelnen Anlagegrundsatz eine ganzheitliche Betrachtung angebracht, und ebenso müssen stets auch die Anlagegrundsätze in ihrem Zusammenhang und Zusammenspiel gewürdigt werden. Vgl. auch BSV-ERLÄUTERUNGEN (FN 143); LANG/SCHNEITER (FN 26), 778 f.

Die Feststellung, dass – unabhängig davon, ob vom Anlagekatalog abgewichen wird oder nicht – stets die genannten Grundsätze einzuhalten sind, bedeutet im Umkehrschluss aber auch Folgendes: Solange diese Anlagegrundsätze beachtet werden, besteht ein sehr grosser Spielraum bei den zulässigen Anlagen. Entsprechend stellt sich nicht die Frage nach der Rechtskonformität *einer einzelnen Anlage*, sondern vielmehr, ob mit dem Gesamtportfolio die Anlagegrundsätze eingehalten werden und ob diese im Falle einer Erweiterung nach Art. 59 BVV 2 schlüssig dargelegt bzw. im Anlagereglement stringently dokumentiert werden<sup>196</sup>.

Stellen sich Fragen im Zusammenhang mit der Zulässigkeit einer einzelnen, spezifischen Anlage ist zu prüfen, welche Auswirkungen die fragliche Anlage auf die genannten Grundsätze, *bezogen auf die Vermögensanlage insgesamt*, zeigt. Sind diese Grundsätze für das gesamte Portfolio nach wie vor eingehalten, so hat eine einzelne Anlage als konform mit den geltenden gesetzlichen Anforderungen zu gelten<sup>197</sup>.

## 6.7 Die Risikofähigkeit<sup>198</sup> im Speziellen<sup>199</sup>

Damit die Sicherheit der Erfüllung des Vorsorgezweckes nach Massgabe von Art. 65 Abs. 1 BVG gewährleistet ist, muss jede Anlagestrategie auch auf die Risikofähigkeit einer Vorsorgeeinrichtung abgestimmt sein<sup>200</sup>. Die *Risikofähigkeit* ist Teil des Grundprinzips der *Risikobewältigung* einer Vorsorgeeinrichtung, zusammen mit dem Aspekt der *Risikodiversifizierung*. Man versteht darunter die Fähigkeit, erfahrungsgemäss zu erwartende marktbedingte Schwankungen des Gesamtvermögens auszugleichen<sup>201</sup> und über genügend liquide bzw. liquidierbare Mittel zu verfügen, um laufende und künftige Verbindlichkeiten erfüllen zu können<sup>202</sup>. Die Beachtung dieser Risikofähigkeit gewann insbesondere mit der Neudefinition des Sicherheitsbegriffs an Bedeutung. Zur (neuen) gesamtheitlichen Betrachtung der Sicherheit einer Vermögensanlage gehört nämlich gerade auch die Berücksichtigung der Risikofähigkeit einer Vorsorgeeinrichtung<sup>203</sup>.

Es fragt sich, welches die Faktoren sind, von denen die Risikofähigkeit einer Vorsorgeeinrichtung abhängt. Dabei ist zu beachten, dass Risikofähigkeit und Sicherheit korrespondierende Begriffe sind<sup>204</sup>. Zur Beurteilung muss wiederum auf die Gesamtsituation einer Vorsorgeeinrichtung abgestellt werden, wie sie beispielsweise im Deckungsgrad zum Ausdruck kommt<sup>205</sup>. Es gehört aber auch zur Führungsverantwortung<sup>206</sup>, dass Vorstellungen und Planungen über den künftigen Liquiditätsbedarf und über das Ausmass möglicher Wertschwankungen des Vermögens erstellt werden. Entsprechend ist es zwingend, so genannte Wertschwankungsreserven zu bilden<sup>207</sup>. Von deren Höhe hängt die Risikofähigkeit ganz wesentlich ab<sup>208</sup>. Ein weiterer Faktor für die Beurteilung der Risikofähigkeit sind die Aussichten bezüglich der Entwicklung des Versichertenbestandes bzw. der entsprechenden Verbindlichkeiten<sup>209</sup>. Diese sind ebenfalls zwingend mit zu berücksichtigen<sup>210</sup>. Weiter sind massgebend die Organisation einer Vorsorgeeinrich-

tung<sup>211</sup>, firmenbedingte Voraussetzungen<sup>212</sup>, die politischen, wirtschaftlichen, gesellschaftlichen und ökologischen Umstände<sup>213</sup> sowie die langfristige Standardabweichung der

196 Vgl. ähnlich im Zusammenhang mit den Entwicklungstendenzen bei der Verwaltung von Trustvermögen ARTER (FN 33), 592 ff.

197 Vgl. auch ARTER (FN 33), 592 ff., mit Hinweisen auf "Total Return Trusts".

198 Ausführlich BENJAMIN BRANDENBERGER, Zahlreiche Faktoren prägen das Risiko, SPV 1996, 555 ff.; EISENRING (FN 11), 78 ff.; HELBLING (FN 2), 436, 440 f., 574 ff.; ERNST RÄTZER, Was bedeutet Risikomanagement einer Pensionskasse heute? SPV 2004, 33 ff.; HANS WIRZ, Die Risikofähigkeit einer Pensionskasse, SPV 1996, 215 ff.

199 Vorab ist festzuhalten, dass die Ausführungen zur Risikofähigkeit Geltung nicht nur für die Fälle haben, in denen kollektive Anlagen getätigt werden, sondern allgemein für die Rechtskonformität der Kapitalanlage einer Vorsorgeeinrichtung.

200 BSV-ERLÄUTERUNGEN (FN 143), 11; EISENRING (FN 11), 78; WALSER (FN 15), 134; WIRZ (FN 198), 219. Für LANG/SCHNEITER (FN 26), 776, ist die richtige und vollständige Auseinandersetzung mit der kassenspezifischen Risikofähigkeit "zentrales Element der eigenverantwortlichen Erfüllung der Führungsaufgaben bei der Vermögensanlage". Siehe ferner PETER HADORN, Anlagestrategie im Wandel, SPV 1996, 677 f.

201 Dies steht nach BRANDENBERGER (FN 198), 555, im Vordergrund.

202 BSV-ERLÄUTERUNGEN (FN 143), 5, 11; EISENRING (FN 11), 78 f., unterscheidet zwischen der "dynamischen" und der "statischen" Risikofähigkeit. Für letztere ist die Reservesituation einer Vorsorgeeinrichtung massgebend, während für die Beurteilung ersterer zusätzlich auch organisatorische Aspekte mit in Betracht gezogen werden. Eine ausführliche Erläuterung des Begriffs der Risikofähigkeit findet sich auch bei BRANDENBERGER (FN 198), 555 f.

203 Vgl. BSV-ERLÄUTERUNGEN (FN 143), 3; LANG/SCHNEITER (FN 26), 776. MARKUS KÜNDIG/HANS WIRZ, Schliesst die Schwachstellen in der beruflichen Vorsorge! SPV 1996, 128, schlagen gar vor, der Begriff der Risikofähigkeit sollte verbindlich formuliert und in der BVV 2 verankert werden.

204 BSV-ERLÄUTERUNGEN (FN 143), 11.

205 Vgl. WIRZ (FN 198), 215.

206 Art. 49a BVV 2.

207 Statt vieler: HELBLING (FN 2), 489 ff. S. auch vorne Ziff. 3.3., insb. FN 68.

208 BSV-ERLÄUTERUNGEN (FN 143), 11 f.; vgl. auch WIRZ (FN 198), 215. Ausführlich zur Höhe der Schwankungsreserven BRANDENBERGER (FN 198), 557 f.

209 EISENRING (FN 11), 79; WIRZ (FN 198), 219.

210 Insbesondere ist zu gewährleisten, dass die Risikofähigkeit auch dort angemessen berücksichtigt wird bzw. gewahrt bleibt, wo mit grundlegenden Veränderungen zu rechnen ist, z.B. als Folge von Planänderungen, (Teil-)Liquidationen oder Fusionen von Vorsorgeeinrichtungen. BSV-ERLÄUTERUNGEN (FN 143), 12; EISENRING (FN 11), 80.

211 Vgl. vorne FN 202.

212 WIRZ (FN 198), 219, nennt die finanzielle Lage, Zukunftsentwicklungen und Einstellung des Managements gegenüber der beruflichen Vorsorge.

213 EISENRING (FN 11), 80; WIRZ (FN 198), 219.

vorhandenen Anlagen in Prozenten der vorhandenen Vermögensanlagen<sup>214</sup>.

Zusammenfassend lässt sich zur Bedeutung der Risikofähigkeit Folgendes festhalten: Je grösser die Risikofähigkeit einer Vorsorgeeinrichtung ist (beeinflusst namentlich durch den Bestand an Schwankungsreserven sowie durch die voraussichtlichen Entwicklungen im Versichertenbestand und den entsprechenden Verpflichtungen), desto grössere Risiken kann eine Vorsorgeeinrichtung bei der Vermögensanlage auf sich nehmen, um höhere Renditen zu erzielen<sup>215</sup>.

## 7. Schlussfolgerungen

Vorsorgeeinrichtungen sind verpflichtet, jederzeit Sicherheit dafür zu bieten, dass sie die übernommenen Verpflichtungen erfüllen können. Entsprechend sind die allgemeinen Grundsätze der Vermögensanlage, insbesondere die Grundsätze der Sicherheit/Risikodiversifikation, Rentabilität und Liquidität, zu beachten. Aus Sicherheitsaspekten bestehen die Einschränkung der zulässigen Anlagen und Einzel- und Gesamtbegrenzungen in der BVV 2. Dies führt dazu, dass Vorsorgeeinrichtungen tendenziell einen zu kurzen Anlagehorizont verfolgen und dementsprechend zu geringe Renditen auf ihren Vermögensanlagen erzielen.

Die Wahl einer höher rentierlichen Anlagestrategie wäre aber für Vorsorgeeinrichtungen angesagt und empfehlenswert, um soviel Rendite zu erzielen, dass auf lange Sicht eine Unterdeckung unwahrscheinlich ist. Eine entsprechende zeitweilige Unterdeckung ist mit dem neu eingeführten Art. 65c BVG unter bestimmten Bedingungen zulässig. Indem die Vorsorgeeinrichtung von der Erweiterung der Anlagemöglichkeiten, sei dies durch die Erweiterung der zulässigen Anlagen (z.B. Einsatz von alternativen Anlagen) oder sei dies durch die Erweiterung der Einzel- und Gesamtbegrenzungen (z.B. höherer Aktienanteil), Gebrauch macht, kann langfristig eine höhere Rendite erzielt werden. Ausgangspunkt ist die Erstellung eines Anlagereglements sowie die Einhaltung von Art. 50 BVG in einem schlüssigen jährlichen Bericht. Eine solche Vorgehensweise ermöglicht es Vorsorgeeinrichtungen, in eigener Verantwortung eine Anlagestrategie zu verfolgen, die auf ihre jeweiligen Bedürfnisse und spezifische Risikofähigkeit zugeschnitten ist.

Will eine Vorsorgeeinrichtung bzw. wollen die Stiftungsräte eine risikoreichere Vermögensanlage umsetzen, so werden auch höhere Anforderungen an die Führung und Organisation einer Vorsorgeeinrichtung gerichtet. Der Stiftungsrat hat dauernd dafür zu sorgen, dass die zur Erfüllung des Vorsorgezwecks erforderlichen Gestaltungs- und Leistungsprozesse funktionieren. Fehlleistungen führen zu einer entsprechenden Verantwortlichkeit. Zu diesem Zweck empfiehlt es sich, das Umfeld des Stiftungsrates zu professionalisieren, indem insbesondere ein Anlageausschuss gewählt wird, mehrere spezialisierte Asset Manager beauftragt sowie ein Investment Controller und ein Global Custodian eingesetzt werden.

214 EISENRING (FN 11), 79 f., und WIRZ (FN 198), 219 f., schlagen im Resultat und entsprechend oben Ausgeführtem vor, die Risikofähigkeit in fünf Schritten zu ermitteln:

1. Ermitteln des Deckungskapitals, der freien Mittel und der Schwankungsreserven;
2. Prüfung des organisatorischen Aufbaus einer Vorsorgeeinrichtung;
3. Prüfung allfälliger zu erwartender struktureller Veränderungen (unter allfälliger Bereitstellung freier Mittel);
4. Beurteilung der politischen, wirtschaftlichen, gesellschaftlichen und ökologischen Situation;
5. Berechnung der langfristigen Standardabweichung der vorhandenen Anlagen in Prozenten der vorhandenen Vermögensanlagen. Ist diese Standardabweichung grösser als die vorhandenen freien Mittel und die Schwankungsreserven, so ist die Anlagepolitik auf weniger risikoreiche Anlagen auszurichten.

215 Vgl. die schriftliche Stellungnahme des Bundesrates auf die Motion 97.400 der WAK-NR (abrufbar unter [www.parlament.ch/Poly/Suchen\\_aml\\_Bulletin/cn97/ete/727.HTM?servlet=get\\_content](http://www.parlament.ch/Poly/Suchen_aml_Bulletin/cn97/ete/727.HTM?servlet=get_content)), in welcher der Bundesrat festhält, dass "Vorsorgeeinrichtungen mit Überdeckung risikoreicher anlegen dürfen als solche mit Unterdeckung".

Les institutions de prévoyance ont l'obligation d'offrir en tout temps la garantie prouvant qu'elles sont à même de remplir leurs obligations. Les principes généraux du placement de biens, spécialement les principes de la sécurité/diversification des risques, de la rentabilité et de la liquidité, doivent être respectés. La restriction des placements autorisés et les limitations individuelles et globales figurent, pour des raisons de sécurité, dans l'OPP 2. Cela a pour conséquence que les institutions de prévoyance ont tendance à ne poursuivre qu'un horizon de placement trop court et, de ce fait, réalisent des rendements trop faibles sur leurs placements de biens.

Le choix d'une stratégie permettant d'obtenir de meilleurs rendements serait indiqué et souhaitable afin d'obtenir des rendements qui rendraient un découvert à long terme improbable. L'introduction du nouvel art. 65c LPP permet, à certaines conditions, un découvert limité dans le temps. Un rendement plus élevé à long terme peut être obtenu si les institutions de prévoyance font usage de l'élargissement des possibilités de placement, soit par l'élargissement des placements permis (par exemple dans des investissements alternatifs) ou soit par l'élargissement des limitations individuelles et globales (par exemple une part plus importante d'actions). Le point de départ réside dans l'établissement d'un règlement des placements ainsi que dans le respect de l'art. 50 LPP par la publication d'un rapport annuel probant. Une telle manière de procéder permet aux institutions de prévoyance de poursuivre, sous leur propre responsabilité, une stratégie des placements correspondant à leurs besoins respectifs et à leur capacité spécifique de prise de risque.

Si une institution de prévoyance ou les membres du conseil de fondation veulent mettre en œuvre un placement de biens à plus haut risque, les conditions posées à la direction et à l'organisation d'une institution de prévoyance seront plus élevées. Le conseil de fondation doit en permanence veiller à ce que les processus d'aménagement et de rendement nécessaires à la réalisation du but de la prévoyance fonctionnent. Des manquements entraînent une responsabilité correspondante. Une professionnalisation de l'environnement du conseil de fondation est dès lors recommandée, spécialement par la désignation d'une commission des placements, par un mandat donné à plusieurs *asset managers* ainsi que par la mise en place d'un *investment controller* et d'un *global custodian*.

(trad. LT LAWTANK, Fribourg)