

Pensionskassen stehen in der Verantwortung

Verstärkt gilt es, die Aktionärsrechte wahrzunehmen – Herdenverhalten in der Bankwahl vermeiden – Erfassen aller Risiken

Von Thomas Hauser

In der Subprime-Krise frisst das Kind die eigene Mutter. Verschiedene Banken haben die zu grosszügig vergebenen amerikanischen Ramschhypotheken neu verpackt an den Kapitalmarkt gebracht, um die Kreditrisiken aus den Bilanzen auszulagern. Gier und der naive Glaube an eine fast risikolose Mehrrendite verleiteten die Handelsabteilungen der Banken und Hedge Funds dazu, genau diese Kreditrisiken wieder in die Bankbilanzen respektive in die Portfolios zu laden. Nun kämpfen viele Finanzinstitute und Hedge Funds mit ernsthaften Problemen oder sind wie im Falle von Bear Stearns oder Carlyle Capital bereits untergegangen.

Asymmetrische und kurzfristige Anreizstrukturen für Bankmanager und Händler – Gewinne werden teils durch die exorbitanten Saläre abgeschöpft, während die Verluste vollständig dem Aktionär verbleiben – führen dazu, dass übermässige Risiken eingegangen werden. Wenn darüber hinaus Banken aus Gründen des System-schutzes auf die Hilfe der Zentralbanken zählen können, führt das zu Moral Hazard, und die unternehmerische Eigenverantwortung bleibt auf der Strecke.

Besondere Stellung

Es muss eine Diskussion über die Langfristigkeit der Anreize stattfinden: Bankkader, die langfristig Mehrwert schaffen, sollen ihren verdienten Anteil erhalten. Erfolglosigkeit darf aber nicht aus Branchenüblichkeit mit Millionengagen versüsst werden. Pensionskassen sowie andere institutionelle Anleger sind gefordert, künftig ihre Rolle als kritische Aktionäre in der Ausgestaltung von langfristig ausgerichteten Anreizsystemen für Führungskräfte verstärkt wahrzunehmen.

Das aktive Vertreten der Aktionärsrechte ist bei einem international diversifizierten Portfolio jedoch mit erheblichem Zeitaufwand oder Kosten im Falle einer Delegation der Ausübung an eine Organisation wie Ethos verbunden. Trotz dieses Aufwands braucht es eine kritische Masse an Investoren, die ihre Stimmrechte aktiv und kritisch ausüben. Den vielen mittelgrossen und kleineren autonomen Pensionskassen kommt eine besondere Stellung zu:



Pensionskassen müssen an der GV eine hinterfragende Rolle spielen.

BILD: KEYSTONE

Die Verordnung BVV 2 verlangt in Artikel 49a «Führungsaufgabe», dass Vorsorgewerke Regeln zur Ausübung ihrer Aktionärsrechte definieren. In der Praxis investieren jedoch viele mittelgrosse und kleinere Pensionskassen mit Kollektivanlagen wie Institutional Funds. Bei diesen nimmt die verwaltende Bank die Stimmrechte wahr – meist im Interesse des jeweiligen Verwaltungsrats. Selbst Pensionskassen mit Direktanlagen halten im Reglement üblicherweise fest, dass Stimmrechte nur in Ausnahmesituationen aktiv wahrgenommen werden.

Wer erkennt aber die Ausnahmesituationen? Um dieser «Führungsaufgabe» vollumfänglich gerecht zu werden, müssten institutionelle Anleger erstens – entgegen dem Trend – vermehrt direkte statt kollektive Anlagen halten und zweitens einen Ausschuss zur zweckmässigen Wahrnehmung der Stimmrechte unterhalten oder diese Aufgabe trotz Kosten delegieren.

Die Verordnung BVV 2 verlangt in Artikel 49a «Führungsaufgabe», dass Vorsorgewerke Regeln zur Ausübung ihrer Aktionärsrechte definieren. In der Praxis investieren jedoch viele mittelgrosse und kleinere Pensionskassen mit Kollektivanlagen wie Institutional Funds. Bei diesen nimmt die verwaltende Bank die Stimmrechte wahr – meist im Interesse des jeweiligen Verwaltungsrats. Selbst Pensionskassen mit Direktanlagen halten im Reglement üblicherweise fest, dass Stimmrechte nur in Ausnahmesituationen aktiv wahrgenommen werden.

Wer erkennt aber die Ausnahmesituationen? Um dieser «Führungsaufgabe» vollumfänglich gerecht zu werden, müssten institutionelle Anleger erstens – entgegen dem Trend – vermehrt direkte statt kollektive Anlagen halten und zweitens einen Ausschuss zur zweckmässigen Wahrnehmung der Stimmrechte unterhalten oder diese Aufgabe trotz Kosten delegieren.

Wenn der gemäss Prospekt auf Kapitalerhaltung ausgerichtete Absolute Return Bond Fund einer Schweizer Grossbank fast ein Drittel seines Werts durch Subprime-verseuchte Anlageinstrumente verliert, ein indexorientiertes Rohhandelswarenpaket eines renommierten angelsächsischen Asset-Managers um mehr als ein Drittel einbricht und der Geldmarkt massiv an Wert einbüsst, reicht es nicht mehr, den Prospekten und Präsentationen der Verkäufer zu glauben. Die Anforderungen an Mitglieder von Anlageausschüssen sind gestiegen; vertieftes Fachwissen ist unerlässlich, um nicht der verkauften Illusion von mehr Rendite mit weniger Risiko zu verfallen.

Risiko unterschätzt

Anlageausschüsse müssen heute in der Lage sein, nicht offensichtliche Risiken zu erkennen und zu steuern. Beispielsweise sind für Anlagen ohne liquide Marktbewertung wie Private Equity, viele Hedge Funds, Schiffsbeteiligungen Waldbewirtschaftung die Angaben zu Rendite, Risiko und Korrelation trügerisch. Darauf basierende Allokationsentscheide dürften lang-

fristig zu Enttäuschungen führen. Ein anderes Beispiel sind Institutional Funds, in denen üblicherweise durch die verwaltende Bank Securities Lending – Ausleihung von Titel an eine Drittpartei – betrieben wird. Insbesondere für Fonds ausländischen Rechts besteht ein Gegenparteirisiko gegenüber der verwaltenden Bank.

Selbst für gesichertes Securities Lending ist überdies unklar, wie der Zugriff auf die als Sicherheit hinterlegten Wertchriften für den einzelnen Investor im Falle eines Konkurses der verwaltenden Bank sichergestellt wäre, ob ihr Wert zur Deckung des Schadens ausreichen würde und wie die Verteilung der Vermögenswerte unter allen Kollektivinvestoren organisiert wäre. Oft sind sich die Verantwortlichen dieses Gegenparteirisikos kaum bewusst.

Anreiz schaffen

Dass Finanzakteure ihre Prognosefähigkeit systematisch überschätzen, ist zwar nichts Neues. Wenn aber Handelspositionen absichtlich falsch oder gar nicht bewertet werden und elementare Anlagegrundsätze wie Diversifikation, Volumenbeschränkung je Position sowie Vorsicht bei fremdfinanzierten Investitionen missachtet werden, ist das eine neue Dimension. Dass diese Fehler trotz angeblich strenger Risikokontrolle in Bankkonzernen geschehen sind, erstaunt. Wenn diese Banken sogar noch Nettoneugeld anziehen können, ist das Erstaunen umso grösser. Handeln die Investoren wirklich rational, wenn sie solchen Bankkonzernen zusätzliche Mittel anvertrauen?

Für grosse institutionelle Investoren kann es (leider) trotzdem rational sein. In der Regel entscheidet ein Gremium. Der Entscheidungsprozess dort folgt eigenen Anreizstrukturen – die sind meist asymmetrisch. Während beispielsweise der Anlageausschuss einer grossen Pensionskasse nicht direkt vom Anlageerfolg profitiert, besteht bei Misserfolgen rasch Erklärungsbedarf und – in extremis – sogar eine persönliche Haftung. Das führt dazu, dass für die Vergabe von Vermögensverwaltungsmandaten bekannte Banknamen bevorzugt werden. Die Gremien folgen gewissermassen einem Herdentrieb in der Wahl der Bank: Das Peer-Group-Risiko, also das

Risiko, anders aufgestellt zu sein als eine Vielzahl von institutionellen Anlegern, wird dadurch minimiert. Aus persönlicher Sicht der Verantwortlichen ist es somit weniger risikoreich, einen bekannten Asset-Manager zu wählen, falls er sich später als Misserfolg entpuppen sollte.

Dieses Verhalten ist rational, aber nicht optimal. Die Destinatäre von Pensionskassen müssten Interesse daran haben, ihren Anlageausschüssen – und ihren Beratern – die Anreize so zu setzen, dass in der Wahl von Asset-Managern nicht primär das Peer-Group-Risiko minimiert, sondern mit entsprechender Sorgfalt nachhaltiger Mehrwert geschaffen wird. Weder korreliert die Fähigkeit, Mehrwert zu schaffen, mit der Grösse oder der lokalen Bekanntheit des Instituts, noch haben Grosse systematisch bessere interne Prozesse.

Pensionskassen, ebenso andere institutionelle Investoren, sind verstärkt gefordert. Erstens sollte die aktive und kritische Wahrnehmung der Aktionärsrechte zweckmässig organisiert werden. Zweitens sollten sich die Verantwortlichen bei der Vergabe von Vermögensverwaltungsmandaten nicht durch bekannte Namen blenden lassen; das Minimieren des Peer-Group-Risikos darf nicht oberste Zielsetzung sein. Daher müssen den Verantwortlichen und den Beratern entsprechende Anreize gesetzt werden. Drittens müssen die Anlageprodukte vollständig verstanden und ihre teils wenig offensichtlichen Risiken erfasst werden. Insbesondere bei mehrstufig verschachtelten Kollektivanlagen wie Funds of Funds ist das bisweilen sehr schwierig.

Unabhängigkeit beachten

Werden Berater beigezogen, muss strikt auf ihre Unabhängigkeit von «Produktfabriken» geachtet werden. Transparente und wohldiversifizierte Direktanlagen sind eine ideale Voraussetzung für eine sorgfältige Bewirtschaftung im Sinne von Artikel 50 BVV2, weil jedes Mitglied eines Anlageausschusses sie versteht. Leider zeigt die Praxis einen Trend zur Verbreitung immer komplexerer Anlageprodukte, weil sie einen grösseren Mehrwert schaffen – für den Verkäufer.

Dr. Thomas Hauser ist Partner von Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen in Baar.

Umfassende Neuregelung der Revisionsstelle im OR und im ZGB – Verschiedene Gestaltungsmöglichkeiten

Die Revision von Stiftungen ist neu geregelt

Von Hanspeter Kläy und Christian Haas

Die Neuregelung der Revisionsstelle im OR und im ZGB ist seit dem 1. Januar 2008 in Kraft. Auch für Stiftungen ergeben sich daraus Neuerungen, die zu beachten sind.

Mit Blick auf die Neuordnung der Revisionspflicht durch den Gesetzgeber sollten sich die Stiftungsräte über die Anforderungen an die Revision ihrer Stiftung Klarheit verschaffen. Wie bisher sind Stiftungen grundsätzlich dazu verpflichtet, eine Revisionsstelle zu bezeichnen und diese im Handelsregister eintragen zu lassen. Ausgenommen sind Familienstiftungen und kirchliche Stiftungen.

Ordentlich oder eingeschränkt

Der Umfang der Revisionspflicht ist neu von der Grösse bzw. der wirtschaftlichen Bedeutung der Stiftung abhängig. Das Stiftungsrecht verweist dazu auf die aktienrechtlichen Bestimmungen im OR, die für die Stiftungen entsprechende Anwendung finden. Die Revision muss erstmals nach dem neuen Recht durchgeführt werden, wenn das Geschäftsjahr am 1. Januar 2008 oder später begonnen hat.

Das Gesetz sieht neu zwei Arten der Revision vor: Die ordentliche und die eingeschränkte Revision. Die ordentliche Revision stellt im Vergleich mit der eingeschränkten Revision erhöhte Anforderungen an den Umfang der Prüfung, an die Unabhängigkeit der Revisionsstelle, an die Berichterstattung sowie an die Anzeigepflichten. Als Revisionsstelle für eine ordentliche Revision können nur noch Personen oder Unternehmen gewählt werden,

die als zugelassene Revisionsexperten von der neuen Revisionsaufsichtsbehörde anerkannt wurden. Auch eine eingeschränkte Revision kann nicht mehr ohne die nötige Sachkunde durchgeführt werden: Es ist ein zugelassener Revisor erforderlich. Durch die neuen gesetzlichen Anforderungen soll die Qualität und die Verlässlichkeit der Revision gegenüber dem bisherigen Recht erhöht werden.

Eine Stiftung ist verpflichtet, eine ordentliche Revision durchzuführen, wenn sie zwei der drei folgenden Grössen in zwei aufeinanderfolgenden Geschäftsjahren überschreitet: eine Bilanzsumme von 10 Mio. Fr., ein Umsatzerlös von 20 Mio. Fr. und fünfzig Vollzeitstellen im Jahresdurchschnitt. Werden diese Grenzwerte nicht überschritten, so muss nur eine eingeschränkte Revision durchgeführt werden. Die Aufsichtsbehörde kann jedoch Stiftungen stets zu einer ordentlichen Revision verpflichten, wenn ihr dies für die Beurteilung der Vermögens- und Ertragslage der Stiftung notwendig erscheint.

Opting what?

Für den Stiftungsrat bestehen verschiedene Gestaltungsmöglichkeiten: So kann er beschliessen, freiwillig eine ordentliche Revision vornehmen zu lassen, obschon die entsprechenden Grenzwerte nicht erreicht werden (Opting-up).

Solange keine gesetzliche Verpflichtung zur ordentlichen Revision besteht, kann der Stiftungsrat der Stiftungsaufsicht aber auch ein Gesuch stellen, auf die Revision zu verzichten (Opting-out). Dabei sind die vom Bundesrat festgelegten Voraussetzun-

gen zu beachten: Eine Befreiung von der Revisionspflicht ist nur möglich, wenn die Bilanzsumme der Stiftung während zweier aufeinanderfolgender Geschäftsjahre kleiner als 200 000 Fr. ist. Sie ist weiter ausgeschlossen, wenn die Stiftung öffentlich zu Spenden oder sonstigen Zuwendungen aufruft. Die Stiftungsaufsicht kann das Gesuch zudem ablehnen, wenn sie eine Revision nach den konkreten Umständen und Gegebenheiten für eine zuverlässige Beurteilung der Vermögens- und Ertragslage als erforderlich erachtet.

Ein Opting-out setzt ferner voraus, dass die Stiftungsurkunde nicht ihrerseits zwingend eine Revision vorsieht. Die Urkunde muss daher gegebenenfalls angepasst werden (d. h. es ist vorzusehen, dass die Stiftung von der Revisionspflicht befreit werden kann, sofern die gesetzlichen Voraussetzungen erfüllt sind und die Verfügung der Aufsichtsbehörde vorliegt). Die Befreiung von der Revisionspflicht ist in das Handelsregister (HR) einzutragen. Sie entbindet die Stiftung nicht von der Pflicht, der Stiftungsaufsicht Rechenschaft abzulegen. Diese kann die Befreiung jederzeit widerrufen, falls das erforderlich ist.

Unter den gleichen Voraussetzungen, wie sie für das Opting-out gelten, darf die Stiftung eine Revisionsstelle bezeichnen, welche die Voraussetzungen für zugelassene Revisoren (betreffend Ausbildung, Erfahrung oder Unabhängigkeit) nicht erfüllt (Opting-down). Eine solche Revision gilt nicht als Revision im Sinne des Gesetzes; die Revisionsstelle wird daher in diesem Fall nicht im HR eingetragen.

Für die Buchführung der Stiftung sind grundsätzlich die allgemeinen OR-Vor-

schriften über die kaufmännische Buchführung massgebend. Falls die Stiftung für ihren Zweck ein nach kaufmännischer Art geführtes Gewerbe betreibt, müssen jedoch die aktienrechtlichen Bestimmungen über die Rechnungslegung und die Offenlegung der Jahresrechnung befolgt werden.

Risikobeurteilung

Aus dieser Differenzierung ergeben sich Konsequenzen für die Risikobeurteilung und das interne Kontrollsystem: Da in den allgemeinen Vorschriften zur kaufmännischen Buchführung kein Hinweis auf eine Risikobeurteilung enthalten ist, müssen Stiftungen nur dann eine solche vornehmen, wenn sie ein nach kaufmännischer Art geführtes Gewerbe betreiben und daher die aktienrechtlichen Bestimmungen zu beachten sind. Der Anhang zur Jahresrechnung hat diesfalls die entsprechenden Angaben zu enthalten. Erwartet wird vom Stiftungsrat eine inhaltliche Auseinandersetzung mit denjenigen Risiken, die einen Einfluss auf die Beurteilung in der Jahresrechnung haben könnten, wie etwa Geschäftsrisiken, Marktrisiken oder Liquiditäts- und Finanzrisiken.

Stiftungen, die der ordentlichen Revision unterstehen, müssen zudem neu über ein Internes Kontrollsystem (IKS) verfügen. Die Revisionsstelle prüft, ob das erforderliche IKS besteht.

Hanspeter Kläy, Dr. iur., Partner, Leiter Rechtsberatung Schweiz PricewaterhouseCoopers, Zürich. Christian Haas, Dr. iur., Director, Rechtsberatung PricewaterhouseCoopers, Bern

Fonds-Kurzmeldungen

Anlagefonds bekommen Finanzmarktkrise zu spüren: Hohe Kurseinbussen an den Finanzmärkten und Mittelrückzug der Anleger führten im ersten Quartal zu einem Rückgang der Vermögen der in der Schweiz platzierten Anlagefonds um 32,4 Mrd. Fr. oder 5,5% auf 560,1 Mrd. Fr. Wie die Swiss Fund Data (SFD), welche diese Zahlen erhebt, weiter mitteilt, wirkten sich die Markturbulzen erwartungsgemäss am stärksten auf die Aktienfonds aus. Ihr Vermögen fiel per Ende März 2008 auf 154,2 Mrd. Fr., dem tiefsten Stand seit dem vierten Quartal 2005. Die Anleger zogen in den ersten drei Monaten 2008 insgesamt 2,1 Mrd. Fr. aus Aktienfonds zurück. Gemäss SFD liegt dieser Betrag aber deutlich unter den im Vorquartal ausgewiesenen Rückzügen und ist ein Indiz dafür, dass die Fondsanleger zu den teilweise stark reduzierten Kursen kaum mehr bereit sind, Engagements in den Aktienfonds weiter zu reduzieren. Zusätzlich zu den Rückgaben erlitten die Aktienfonds marktbedingte Wertveränderungen von 20,9 Mrd. Fr. Die Geldmarktfonds waren erneut die grossen Gewinner, sie profitierten von Vermögensumlagerungen im Wert von 12 Mrd. Fr. Ihr Vermögen stieg per Ende März auf 83,8 (Ende Dezember 2007: 70,9) Mrd. Fr. Von hohen Mittelrückzügen waren erneut die Obligationenfonds betroffen (116,5 Mrd. Fr.; -8,2 Mrd. Fr.). Damit stehen die Vermögen der Obligationenfonds wieder auf dem Stand von Ende 2004.

UBS grösster Fondsanbieter: Mit einem Volumen von 138,6 Mrd. Fr. per Ende März bleibt die UBS unangefochten die grösste Anbieterin von Fonds. Auf den nächsten Rängen folgen Credit Suisse (77,5), Swisscanto (47,1), Pictet Funds (38) und Swiss Life (27,8 Mrd. Fr.)