

Gut geführte Pensionskassen weisen höhere Performance aus

Governance und Rendite hängen zusammen: Zu diesem Ergebnis kommt eine Studie zu Pensionskassen in der Schweiz. *Manuel Ammann, Christian Ehmann*

Abstract Eine Studie der Universität St. Gallen zeigt einen statistisch und ökonomisch signifikanten Zusammenhang zwischen der Governancequalität und der Anlageperformance von beruflichen Vorsorgeeinrichtungen in der Schweiz. Die Autoren untersuchten 139 Pensionskassen in Bezug auf interne Governancemechanismen, Investmentperformance, Vermögensverwaltungskosten, Risikodeckung und Vermögensallokation. Pensionskassen mit einer guten Governance wiesen in den Jahren 2010 bis 2012 eine höhere jährliche Anlagerendite aus als solche mit einer relativ schlechten Governance. Dabei waren vor allem die Governancestrukturen in den Bereichen Ziele, Anlagestrategie und Risikomanagement für den positiven Gesamtzusammenhang zur risikoadjustierten Anlageperformance verantwortlich.

Mit über vier Millionen aktiv Versicherten und knapp 2000 Pensionskassen unterhält die Schweiz eines der grössten Systeme der beruflichen Vorsorge Europas. So war das Gesamtvermögen aller Pensionskassen Ende 2016 mit über 800 Milliarden Fran-

ken grösser als das Bruttoinlandprodukt (BIP). Angesichts dieser Summe sind professionelle Managementstrukturen und Prozesse bei den Pensionskassen von volkswirtschaftlicher Bedeutung, da Vorsorgeeinrichtungen mit Schwächen in den Governancestrukturen beträchtliche Risiken für Versicherte, Rentner und Finanzmärkte verursachen können.

Um dieses systemische Risiko einzudämmen, hat der Gesetzgeber verschiedene Massnahmen ergriffen, die auf die Verbesserung der Governancequalität von Pensionskassen abzielen – so traten 2011 beispielsweise neue Bestimmungen zu Transparenz und Interessenkonflikten in Kraft. Zusätzlich fördert der Schweizerische Pensionskassenverband (Asip) seit Jahren selbst-regulatorische Ansätze, unter anderem im Rahmen einer «Governance-Charta».¹

Governance geht allerdings über rein regulatorische Anforderungen hinaus und ist umfassender zu verstehen. Schlüsselaspekte sind die Organisations- und Führungsstrukturen, Anreizsysteme für das Management, Planungs- und Strategieprozesse sowie Investment- und Risikomanagementprozesse.

Empirische Studie anhand von umfangreicher Stichprobe

In einer Studie haben die Autoren untersucht, inwiefern Governancearchitekturen mit der

¹ Asip-Charta, Asip.ch



Die grösste Pensionskasse der Schweiz – die BVK – steht unter Beobachtung: Stiftungsratspräsident Bruno Zanella und Geschäftsführer Thomas Schönbachler vor den Medien in Zürich.

Von der Forschung in die Politik

Die «Volkswirtschaft» und die «Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik» verbessern den Wissenstransfer von der Forschung in die Politik: Aktuelle wissenschaftliche Studien mit einem starken Bezug zur schweizerischen Wirtschaftspolitik erscheinen hier in einer Kurzfassung.

Quartil-Analyse

Performance-Metrik	1. Quartil	2. Quartil	3. Quartil	4. Quartil	Differenz Q1–Q2
Durchschnittliche Überschussrendite der Jahre 2010 bis 2012	2,65%	2,21%	1,81%	1,62%	+1,02 ^a
Durchschnittliche Abweichung zur passiven Benchmark der Jahre 2010 bis 2012	-0,36%	-0,83%	-1,20%	-1,33%	+0,97 ^a
Durchschnittliche Abweichung zur Benchmark, die von den Pensionskassen selbst angegeben wurde	-0,31%	-0,60%	-0,88%	-1,06%	+0,75 ^b
Sharpe Ratio ^c der Pensionskassen:	0,376	0,299	0,295	0,271	+0,105 ^b

AMMANN UND EHMANN (2017)

a 1-Prozent-Signifikanzniveau b 5-Prozent-Signifikanzniveau c Kennzahl für das Verhältnis zwischen Überrendite und Risiko einer Geldanlage

Die Tabelle zeigt den arithmetischen Durchschnitt der vier analysierten Performancemetriken pro Quartil. In der rechten Spalte ist die Differenz zwischen dem Quartil mit den besten Governancewerten (1. Quartil) und dem Quartil mit den schlechtesten Governancewerten (4. Quartil) abgebildet.

realisierten Anlageperformance zusammenhängen.² Empirische Untersuchungen zum Zusammenhang zwischen Governance und Performance in der Altersvorsorge sind heute immer noch rar. Besser untersucht ist der Unternehmenssektor, wo die Evidenz einen positiven Zusammenhang zwischen guter Governance und Unternehmensperformance und -bewertung findet.

In den bisherigen Studien zu Pensionskassen wurde die Governancequalität oft auf subjektive Weise gemessen, beispielsweise basierend auf Selbstwahrnehmungen oder Meinungen von Pensionsfondsmanagern und Stiftungsräten. Im Gegensatz dazu untersuchten die Autoren den Zusammenhang zwischen Governancestrukturen, Anlageperformance und Vermögensallokation für eine Stichprobe von 139 Schweizer Pensionskassen, wobei die Messung der Governancequalität ausschliesslich auf objektiv nachprüfbar Kriterien beruht. Da historische Performancedaten sowie detaillierte Daten zu Governancestrukturen von beruflichen Vorsorgeeinrichtungen der zweiten Säule in der Schweiz nicht in ausreichend detaillierter Form öffentlich verfügbar sind, wurden diese Informationen mithilfe eines standardisierten Fragebogens erhoben. Der verwendete Datensatz enthält Daten von 139 Pensionskassen mit einem Kassenvermögen von über 260 Milliarden Schweizer Franken per Ende 2012 – was 43 Prozent des gesamten Schweizer Pensionskassenvermögens entsprach.

Index bildet Governance ab

Um die Governancestrukturen der Kassen möglichst objektiv zu messen, entwickelten die Autoren den Governanceindex «Swiss Pension Fund Score» (G-Score), welcher wie-

derum aus sechs Subindizes besteht (siehe *Kasten*). Obwohl einige der Komponenten des G-Score aus Governanceperspektive vorteilhaft erscheinen, werden diese weder als absolut erachtet, noch wird behauptet, dass Schweizer Pensionsfonds diese notwendigerweise erfüllen sollen, um ihre Governancequalität zu verbessern. Es wird daher keine Aussage darüber getroffen, wie eine optimale Governancestruktur einer Pensionskasse aussieht oder aussehen sollte. Tatsächlich werden einige Elemente des Scoring-Modells aufgrund von widersprüchlicher empirischer Evidenz kontrovers diskutiert – wie zum Beispiel die Anwendung taktischer Vermögensallokation oder die performanceabhängige Vergütung von Stiftungsräten. Die Studie nimmt solche Elemente lediglich als praktische Referenzpunkte zur Hand, um einen möglichen Zusammenhang zwischen Governance, Performance und Vermögensallokation zu untersuchen.

Die Analysen zeigen, dass Pensionskassen-Governance positiv mit der durchschnittlichen Anlageperformance der befragten Kassen in den Jahren 2010 bis 2012 korreliert. Diejenigen Pensionskassen, die im höchsten Governancequartil lagen, erzielten eine um 1 Prozent höhere durchschnittliche Überschussrendite und Benchmark-Outperformance als diejenigen, die sich im niedrigsten Quartil befanden (siehe *Tabelle*).

Rendite hängt mit Risikomanagement zusammen

Vor allem die Subkategorien Zielsetzung und Anlagestrategie sowie Risikomanagement zeigen eine signifikant positive Korrelation zur durchschnittlichen Rohrendite. Ebenfalls einen signifikant positiven Effekt zeigt sich bei der Kassengrösse: Grössere Pensionskassen in der Stichprobe haben eine höhe-

re durchschnittliche Überschussrendite über die Jahre 2010 bis 2012 ausgewiesen als kleinere. Einen Teil der höheren Rendite erzielen sie dabei durch ein höheres Risiko-Exposure, indem sie beispielsweise einen grösseren Anteil ihres Vermögens in alternative Investments, Aktien und Fremdwährungen investieren als kleinere Kassen.

Pensionskassen-Governance ist für alle vier analysierten Performancemasse relevant (siehe *Tabelle*). So erzielten Pensionskassen mit einer guten Governance höhere Überschussrenditen sowie kleinere negative Abweichungen zu ihrer Benchmark als Kassen mit tiefen Governancewerten. Auch die Analyse der von den Pensionskassen angegebenen individuellen Benchmarks zeigt ähnliche Ergebnisse. Das Bestimmtheitsmass des Regressionsmodells ist hier jedoch relativ niedrig, was eine Indikation für suboptimal definierte individuelle Benchmarks der Kassen ist. Für die Sharpe Ratio – die Kennzahl für das Verhältnis zwischen Überrendite und Risiko einer Geldanlage – findet die Studie ebenfalls einen signifikant positiven Koeffizienten für die Variable G-Score.

Die Analyse der Vermögensallokation zeigt hingegen keinen signifikanten Zusammenhang zwischen der Governance und den Allokationsentscheiden. Entscheide bezüglich der Vermögensallokation scheinen eher mit institutionellen Faktoren wie der Kassengrösse oder der Rechtsform verbunden zu sein als mit Governancestrukturen.

Externe Berater beeinflussen Performance

Eine detailliertere Analyse der Subindizes zeigt einen ökonomisch und statistisch signifikanten Zusammenhang zwischen der regelmässigen Anwesenheit von externen Beratern an Anlagestrategie-Sitzungen und der

² Ammann und Ehmman (2017).

G-Score und Regressionsanalysen

Der *Swiss Pension Fund Score (G-Score)* besteht aus den Subkategorien Organisations- und Führungsstruktur, Management-Incentive-Systeme, Zielsetzung und Anlagestrategie, Investmentprozesse, Risikomanagementprozesse sowie Controlling und Transparenz. Diese sechs Governancebereiche sind ihrerseits in insgesamt 60 Kriterien unterteilt. Um zu untersuchen, inwiefern Governance mit Anlageperformance und Vermögensallokation korreliert, wurden multivariate Regressionsanalysen eingesetzt, bei denen vier verschiedene, in der Portfoliomanagementpraxis gängige Performancemasse als abhängige Variablen dienten. Institutionellen Kassenfaktoren wie Kassen-grösse, Primatsform, Rechtsform, Risikodeckung, internen Kostenstrukturen sowie dem Verhältnis zwischen aktiv Versicherten und Rentnern wurde ebenfalls Rechnung getragen.

Performance auf: Diese ist um durchschnittlich einen halben Prozentpunkt höher, wenn der externe Berater grundsätzlich an den Anlagestrategie-Sitzungen teilnimmt. Umgekehrt haben diejenigen Pensionskassen, wel-

che Angaben, «Taktische Asset Allokation» zu betreiben, eine geringere Performance als die Kassen, welche gemäss Umfrage auf diese Praktik verzichten.

Für Stiftungsräte von Pensionskassen stellt sich die Frage, inwiefern ein Investment in gute Governancestrukturen sinnvoll für Versicherte im Sinne von verbesserter Anlageperformance sein könnte. Die Studie zeigt, dass zumindest statistisch für die Jahre 2010 bis 2012 ein Zusammenhang zwischen beiden Faktoren besteht.

Es ist jedoch wichtig, zu erwähnen, dass keine Aussage über die Kausalität zulässig ist. Denn: Obwohl es möglich und plausibel ist, dass eine gute Governance zu einer besseren Anlageperformance führt, könnte die Kausalkette auch umgekehrt sein. Das heisst, Pensionskassen mit guter Performance könnten bessere Governancestrukturen installieren, weil sie möglicherweise mehr finanziellen Spielraum haben. Oder es könnte sein, dass es ein allgemeines Qualitätsmerkmal für Pensionskassen gibt, welches sowohl

mit besserer Governance einhergeht als auch zu einer höheren Anlageperformance führt.

Zeitgemässe Governancestrukturen sind für die Versicherten von Pensionskassen vorteilhaft. Viele Kassen werden deshalb weiter an ihrer Governance arbeiten. Dabei sollte nicht nur die formale Erfüllung von erwünschten Anforderungen angestrebt werden, sondern vor allem die materielle Verbesserung der Governance zugunsten der Versicherten im Vordergrund stehen.

Manuel Ammann

Professor für Finanzen, Dekan der School of Finance, Direktor des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen an der Universität St. Gallen

Christian Ehmann

Dr. oec. HSG, ehem. wissenschaftlicher Mitarbeiter am Schweizerischen Institut für Banken und Finanzen der Universität St. Gallen

Programm und Anmeldung:
egovernment-symposium.ch

11

Nationales eGovernment- Symposium

13. November 2017
Hotel Bellevue, Bern

13.00–17.30 Uhr, anschliessend Dinner



Das eGovernment-Symposium

«Blockchain, Usability & Datenschutz –
modernes Datenmanagement als Erfolgsrezept für
die digitale Transformation der Verwaltung»

Unter anderem mit
Regierungsrat Marcel Schwerzmann (LU)
Regierungsrätin Maya Büchi (OW)
Christian Bock, Direktor Eidgenössische Zollverwaltung
Mats Snäll, Chief Digital Officer, Swedish Land Registry