

Newsletter für Pensionskassen

Fakten und Trends 2. Quartal 2012



Inhalt

Editorial	4
Angemessene interne Kontrolle für kleine und mittlere Vorsorgeeinrichtungen	5
Einseitige Wahrnehmung der Führungsqualität von Stiftungsräten	8
Custody Services: Jederzeitige Transparenz und administrative Entlastung	10
Aktienanlagen mit Risikofokus	13
Wirtschaftsprognosen und Anlagepolitik	16

Impressum

Herausgeberin: Pensionskassen und Berufliche Vorsorge, Zürcher Kantonalbank

Autoren: Adrian Brupbacher, Roland Koster, Dr. Cornelia Luchsinger, Markus Wirth **Gastautor:** André Egli **Redaktion:** Adrian Brupbacher **Auflage:** 2'000

Erscheint: ¼-jährlich **Kontakt:** pkberatung@zkb.ch

Die Zürcher Kantonalbank hat diese Mitteilung einzig zur Information und Verwendung der adressierten Vorsorgeeinrichtungen erstellt. Auch wenn die darin enthaltenen Informationen und Meinungen aus zuverlässigen Quellen stammen und sorgfältig ermittelt worden sind, übernimmt die Zürcher Kantonalbank keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Mitteilung abgegebenen Informationen und Meinungen (insbesondere allfälliger Prognosen) und lehnt jede Haftung für allfällige Verluste, welche sich aus deren Verwendung ergeben können, ab. Diese Mitteilung stellt keine Offerte zum Abschluss einer Finanztransaktion dar. Die Meinung des Gastautors muss sich nicht mit derjenigen der Zürcher Kantonalbank decken.

Editorial



Liebe Leserin, lieber Leser

Sie halten die 13. Ausgabe unseres Newsletters für Pensionskassen in den Händen. Der Newsletter der Zürcher Kantonalbank hat sich über die letzten drei Jahre mit mehr als 2'000 Lesern zu einem erfolgreichen Informationsmedium entwickelt. Ich danke allen Leserinnen und Lesern, die mit ihrem konstruktiven Feedback und Themenwünschen zu diesem Erfolg beigetragen haben. Ein spezieller Dank gehört allen Gastautoren, die mit ihren Impulsen den Newsletter inhaltlich stark mittragen und so einen wichtigen Beitrag zu dessen Aktualität leisten. Damit wir auch in Zukunft spannende Artikel mit Lösungsansätzen zu aktuellen Fragestellungen publizieren können, sind wir weiterhin auf Ihre Meinung angewiesen. Lassen Sie uns wissen, was Ihnen gefallen oder Sie interessiert hat. Aber auch kritische Worte nehmen wir gerne zum Anlass, uns zu verbessern. Wir freuen uns auf einen aktiven Meinungs austausch.

Herrn André Egli, zugelassener Revisionsexperte und Partner der Balmer-Etienne AG, danke ich für seinen Beitrag «Angemessene interne Kontrolle für kleine und mittlere Vorsorgeeinrichtungen».

Ich wünsche Ihnen eine interessante Lektüre. Für Fragen und Auskünfte stehen Ihnen unsere Kundenbetreuerinnen und -betreuer für Pensionskassen jederzeit gerne zur Verfügung.



René Rath
Leiter Pensionskassen und Berufliche Vorsorge
Zürcher Kantonalbank

Angemessene interne Kontrolle für kleine und mittlere Vorsorgeeinrichtungen

Die BVG-Strukturreform ist seit dem 1. August 2011 in Kraft. Mit dabei auch die Bestimmung, dass Vorsorgeeinrichtungen über eine angemessene interne Kontrolle verfügen müssen. Was heisst dies nun in der praktischen Umsetzung – vor allem für kleine und mittlere Vorsorgeeinrichtungen? Handlungsbedarf ergibt sich insbesondere für das oberste Organ.

Gastautor: André Egli, Zugelassener Revisionsexperte, Partner Balmer-Etienne AG, Zürich, Luzern, Stans

Angemessene interne Kontrolle

Art. 35 Abs. 1 BVV2 hält neu fest: «Bei der Prüfung der Organisation und Geschäftsführung der Vorsorgeeinrichtung bestätigt die Revisionsstelle auch, dass eine der Grösse und Komplexität angemessene interne Kontrolle besteht». Dieser Absatz ist sehr offen formuliert und überlässt es dem obersten Organ, wie es seine internen Kontrollaktivitäten aufbauen und vornehmen will. Jede Vorsorgeeinrichtung muss über angemessene interne Kontrollen verfügen. Gemäss erläuterndem Bericht vom 10. Juni 2011 zu den Verordnungsbestimmungen wird bei den Anforderungen an die Kontrollen zwischen kleinen und grossen Einrichtungen unterschieden. Was heisst aber nun angemessen, und wie definieren sich kleine bzw. grosse Einrichtungen?

Angemessen bedeutet, dass die Kontrollen dem Risikoprofil der Vorsorgeeinrichtung zu entsprechen haben. Speziell bei kleinen Kassen können die Kontrollen deshalb relativ einfach und «formlos» (pragmatisch) gehalten werden. Bei grossen Einrichtungen hingegen wird kaum mehr auf ein formelles internes Kontrollsystem (IKS) verzichtet werden können. Allenfalls wird hier die Oberaufsichtskommission im laufenden Jahr noch Präzisierungen anbringen. Ziel der Kontrollen muss sein, die korrekte Abwicklung in den folgenden Bereichen sicherzustellen:

- Vermögensanlage, inkl. Vermögenserträge und -aufwendungen
- Vorsorgekapital, inkl. Beitragserhebung und Ausrichtung von Leistungen
- sonstige Aufwendungen und Erträge, Finanzen, finanzielle Berichterstattung und IT

Kleine und grosse Einrichtungen

Wie erwähnt ist es möglich, dass die Oberaufsichtskommission, ähnlich den Bestimmungen im Aktienrecht, Grössenkriterien (z. B. Bilanzsumme, Anzahl Destinatäre, Unterscheidung Vorsorgeeinrichtungen mit und ohne reglementarische Leistungen usw.) für den Umfang und die Dokumentation von internen Kontrollen erlässt. Kleine Vorsorgeeinrichtungen (wie Wohlfahrtsfonds) sollten, gemäss Bericht zu den Verordnungsbestimmungen, folgende Vorgaben an Kontrollen erfüllen:

- keine Einzelunterschriften im Bankverkehr
- Vieraugenprinzip
- Funktionentrennung (z. B. gleiche Person darf nicht berechnen, verfügen, verbuchen und auszahlen)

Gerade aber die Funktionentrennung ist in der Praxis bei kleinen Einheiten schwierig umsetzbar. Allenfalls können hier in den Kontrollprozess noch weitere Personen (Stiftungsrat, Geschäftsführer) miteinbezogen werden.

Für grosse Vorsorgeeinrichtungen mit einem grossen Datenvolumen, komplexeren Abläufen und aufwendiger Organisation steigt der Anspruch an die Kontrollen und an die Dokumentation. Hier ist Folgendes notwendig:

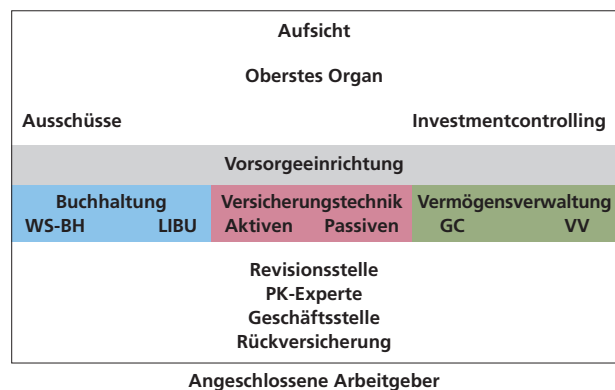
- Die IKS-Grundsätze sind schriftlich definiert.
- Die wesentlichen Prozesse sind dokumentiert (vor allem die Tätigkeiten und die durchzuführenden Kontrollen).
- Die Kontrollen sind nachvollziehbar, das heisst dokumentiert.
- Die Einhaltung der Kontrollen wird überwacht und optimiert.
- Sehr wichtig: Die Mitarbeitenden kennen die Kontrollvorgaben und «leben» danach.

Ein dokumentiertes IKS wird für grosse Vorsorgeeinrichtungen somit unumgänglich.

Umfeld- und Risikoanalyse

Es ist ratsam, vor der Implementierung von internen Kontrollen das Umfeld und die Risiken der Vorsorgeeinrichtung zu beurteilen. Jede Vorsorgeeinrichtung mit reglementarischen Leistungen hat im Grundsatz die gleichen Aufgaben und Ziele zu erfüllen. Eine Vorsorgeeinrichtung kann organisatorisch grob wie folgt grafisch dargestellt werden (wobei nicht alle Bereiche – z. B. Ausschüsse, Rückversicherung – vorhanden sein müssen):

Abb. 1: Organisation Vorsorgeeinrichtung



Legende:

WS-BH = Wertschriftenbuchhaltung / LIBU = Liegenschaftsbuchhaltung
GC = Global Custody / VV = Vermögensverwalter

Für das oberste Organ, welches am Ende für die Implementierung von internen Kontrollen verantwortlich zeichnet, ist es von zentraler Bedeutung, welche Aufgaben und Arbeiten innerhalb der Vorsorgeeinrichtung (von eigenen Mitarbeitenden) erledigt und welche an externe Partner vergeben werden. Vor allem kleinere und mittlere Vorsorgeeinrichtungen haben häufig die ganze Administration oder Teile davon ausgelagert. Eigentliche Kontrollen finden durch das oberste Organ in den ausgelagerten Bereichen nicht mehr statt. Der Fokus verlagert sich da auf die Überwachung und strategische Führung. Die Wahl des «richtigen» externen Partners beeinflusst somit nachhaltig die Qualität der Arbeiten in den ausgelagerten Bereichen. Das oberste Organ ist dabei durchaus berechtigt oder gefordert anzufragen, wie der externe Partner seine internen Kontrollen für die jeweilige Vorsorgeeinrichtung wahrnimmt.

Einen ebenso wichtigen Part hinsichtlich interner Kontrolle spielen die jeweiligen Anschlussfirmen. Je besser und schneller die Informationen (Eintritt, Austritt, Lohnmeldungen usw.) von den Anschlussfirmen (Arbeitgeberfirmen) zu den Vorsorgeeinrichtungen (oder zum externen Partner) gelangen, desto weniger Fehler erfolgen. Somit beginnen die internen Kontrollen bereits bei den Anschlussfirmen. Der systematische Informationsabgleich ist hier unerlässlich.

Neben dem Umfeld sind auch die Risiken einer Vorsorgeeinrichtung relevant und beeinflussen das Ausmass der internen Kontrollen. Viele Risiken werden durch die Erstellung von versicherungstechnischen Gutachten, die Überprüfung von Anlagestrategien usw. bereits sichtbar. Neu muss das oberste Organ periodisch (alle drei bis fünf Jahre) auch eine Asset- und Liabilityanalyse vornehmen, um die mittel- und langfristige Übereinstimmung zwischen der Anlage des Vermögens und den Verpflichtungen der Vorsorgeeinrichtung (inkl. Finanzierung) sicherzustellen. Zur Risikobeurteilung gehört auch der Miteinbezug von Fehler- und Deliktrisiken (Fraud). Ein Grossteil der Strukturreform zielt mit ihren Loyalitäts- und Integritätsvorgaben auf diesen Punkt ab. Vor allem Vorsorgeeinrichtungen im öffentlichen Interesse oder öffentlichen Wettbewerb können durch eingetretene Delikte einen wesentlichen Reputationschaden erleiden. Kritische Bereiche sind u. a. Wertschriften (Retros, Privatentnahmen), Liegenschaften (Retros, fiktive Rechnungen), Versicherungen (Retros), Leistungen (fiktive Leistungsempfänger) und Verwaltungskosten (fiktive Rechnungen).

Massnahmen des obersten Organs

Das oberste Organ hat die per 1. August 2011 in Kraft getretenen Bestimmungen mit einer Übergangsfrist bis 31. Dezember 2012 (Geschäftsjahr 2012) umzusetzen. Der Nachweis des Vorhandenseins angemessener interner Kontrollen gilt im Grundsatz bereits für das ganze Geschäftsjahr 2012. Bleibt das oberste Organ 2012 untätig und kann keine Nachweise von angemessenen internen Kontrollen liefern, so wird die Revisionsstelle gezwungen sein, eine Einschränkung in ihrem Testat zu formulieren. Es empfiehlt sich, frühzeitig mit der Revisionsstelle oder mit den externen Partnern Kontakt aufzunehmen, um das weitere Vorgehen zu besprechen. Je mehr Arbeiten und Aufgaben an externe Partner ausgelagert werden, desto mehr verschiebt sich der Fokus des obersten Organes hin zum Controlling und weg von der Kontrolle. Im Umkehrschluss heisst dies auch, dass die internen Kontrollen ausgebaut werden müssen, je mehr Arbeiten inhouse erledigt werden.

Für die Implementierung und Dokumentierung gibt es bei Bedarf am Markt einige Anbieter, welche das oberste Organ unterstützen können. Beim Aufbau von internen Kontrollen sind Kosten-/ Nutzenüberlegungen wichtig; ein Overkill an Dokumentationen soll vermieden werden. Ein IKS muss auf das Risikoprofil der Vorsorgeeinrichtung ausgerichtet sein, und die definierten Kontrollen sind systematisch und konsequent durchzuführen. Interne Kontrollen müssen leben – und dürfen nicht nur auf dem Papier existieren.

Einseitige Wahrnehmung der Führungsqualität von Stiftungsräten

Pensionskassen werden oft und einseitig aufgrund ihrer vermeintlich schwierigen bzw. unbefriedigenden finanziellen Situation beurteilt. Bezogen auf das Gesamtumfeld ist diese aber aus Sicht des Autors einiges weniger dramatisch, als es hin und wieder dargestellt wird. Verantwortungsvolle strategische Entscheide der obersten Führungsorgane im Milizsystem haben in der Vergangenheit nämlich dazu geführt, dass wir insgesamt nach wie vor über ein sehr stabiles Pensionskassensystem verfügen. Diesem System Sorge zu tragen und es weiterzuentwickeln wird wichtiger als je zuvor.

Adrian Brupbacher, Teamleiter Pensionskassen, Zürcher Kantonalbank

Solide Entwicklung in schwierigerem Umfeld

Die Entwicklung an den Finanz- und Zinsmärkten war in den letzten zehn Jahren rückläufig und hat sich fundamental von den Verhältnissen, die bei Einführung des BVG im Jahre 1985 herrschten, entkoppelt. Der bekannte BVG-Index Pictet 93 erreichte beispielsweise in den letzten zwölf Jahren eine durchschnittliche Rendite von rund 2,8% gegenüber 7,9% in den Jahren 1985 bis 1999. Ebenso entwickelte sich die Rendite zehnjähriger Bundesobligationen stetig nach unten und beträgt aktuell noch 0,94% (26. März 2012).

Pensionskassen mit ihren Verzinsungsverpflichtungen (Aktive und Rentner) weisen in dieser Periode in Anbetracht der Umstände eine stabile finanzielle Entwicklung auf. Insgesamt hat sich der Deckungsgrad von privatrechtlichen Kassen seit 2004 zwar von 110,1% auf 103,1% und derjenige von öffentlich-rechtlichen Kassen von 93,1% auf 88,1% reduziert (Quelle: Swissscanto PK-Monitor per 31. Dezember

2011). Diese Entwicklung ist nicht erfreulich, zeigt aber dennoch, dass sich das heutige Milizsystem der beruflichen Vorsorge auch in schwierigen Zeiten bewährt und die Pensionskassen insgesamt gut finanziert sind. Das ist umso erstaunlicher, als die Pensionskassen Vorgaben von Politik und Regulator einzuhalten haben, die den tatsächlichen ökonomischen und gesellschaftlichen Entwicklungen wenig Rechnung tragen. Für diese Stabilität gibt es einige wichtige Gründe, die für das heutige System sprechen und nachstehend kurz dargelegt werden.

Entscheide in Unterdeckung

Notwendige Sanierungsmassnahmen werden in aller Regel mit grossem Augenmass getroffen und berücksichtigen ausgewogen alle betroffenen Anspruchsgruppen. Leider ist es aufgrund gesetzlicher Einschränkungen bekanntlich nicht möglich, alle Parteien gleichermaßen in eine Sanierung zu involvieren. Feststellbar ist bei solchen Massnahmen, die jeweils alles andere als populär sind, die hohe Solidarität des Arbeitgebers. Diese ist erfahrungsgemäss vor allem bei kleineren Pensionskassen immer wieder festzustellen. Eine Entwicklung hin zu immer grösseren Kassen, wie sie im Bericht zur Zukunft der zweiten Säule aufgenommen wurde (z.B. mit der Definition einer Mindestgrösse pro Pensionskasse), würde hier wahrscheinlich zu einer Entsolidarisierung führen. Die – noch – vorhandene Vielfaltigkeit in der Pensionskassenlandschaft hat überdies den Vorteil, dass wichtige Entscheide sozialpartnerschaftlich und gezielt getroffen werden. Bei grossen Sammelstiftungen mit vielen angeschlossenen Vorsorgewerken wäre diese Individualität nur noch beschränkt vorhanden, und gegenseitige, oft nicht erwünschte Abhängigkeiten (Risikoverlauf, Anlageresultat, Kosten) nähmen zu.

Verantwortungsvolle Anpassung wichtiger Leistungsgrössen

Viel wurde und wird über Leistungsgrössen wie den Umwandlungssatz geschrieben – oder es wird sogar an der Urne darüber abgestimmt. Es sei deshalb daran erinnert, dass es heutzutage wohl niemandem in den Sinn kommen würde, den Umwandlungssatz auf 6,8% oder den technischen Zins auf 4% festzulegen, wenn das BVG heute neu zur Abstimmung käme. Viel mehr würde man z.B. über Umwandlungssätze zwischen 5,5% und 6% und technische Zinssätze von 2% oder 2,5% diskutieren. Die Entscheidungsträger in der zweiten Säule anerkennen diesen Umstand und sind bereit, die notwendigen Anpassungen sozialpartnerschaftlich vorzunehmen. Die Führungsorgane gehen dabei achtsam und unter Würdigung der Gesamtsituation ihrer Pensionskasse vor. Es macht weder Arbeitnehmern noch Arbeitgebern Freude, Anpassungen nach unten vorzunehmen, da diese immer mit tieferen Leistungen oder höheren Beiträgen verbunden sind. Die paritätische Führung und die Nähe zur Pensionskasse gewährleisten deshalb insgesamt eine vorsichtige Festlegung.

Des Weiteren überprüfen die Stiftungsräte die Leistungs- und Finanzierungspläne in der Regel periodisch und gewissenhaft. Sie berücksichtigen dabei sowohl regulatorische, gesellschaftliche wie auch wirtschaftliche Kriterien. Aufgrund des Milizsystems kann es zwar durchaus sein, dass Entscheidungen auch einmal eine gewisse Zeit benötigen. Dies führt auf der anderen Seite jedoch dazu, dass diese für gewöhnlich eingehend diskutiert werden und breit abgestützt sind. Dieses Vorgehen rechtfertigt sich, weil die Beschlüsse ja eine dauerhafte Wirkung haben und Leistungen und Beiträge in der Regel über viele Jahre gelten. Damit wird eine grösstmögliche Rechtssicherheit für die Versicherten gewährleistet, die ebenfalls zur Stabilität beiträgt.

Fazit und Ausblick

Die Führungsqualität von Stiftungsräten nur anhand der finanziellen Situation der Pensionskassen zu beurteilen, greift zu kurz und wird ihnen nicht gerecht. Die Stiftungsräte handeln in aller Regel massvoll, gezielt und vorausschauend. Nicht zuletzt darum, weil alle Betroffenen eng in das System eingebunden sind. Eine Lockerung dieser Einbindung würde diese Stärke in erheblichem Masse gefährden. Hilfreich wären demgegenüber Rahmenbedingungen, die es den Stiftungsräten ermöglichen, schneller und flexibler auf ökonomische und demographische Veränderungen zu reagieren. Hier sind Politik und Gesetzgeber gefordert. Sie haben es in der Hand, auf diese Weise das System der zweiten Säule zu stärken und das schweizerische Erfolgsmodell dauerhaft zu sichern.

Die berufliche Vorsorge steht in der Schweiz auf gesunden Beinen. Mit der ersten BVG-Revision und der Strukturreform wurden viele sinnvolle Anpassungen vorgenommen, welche den Spielraum für die Pensionskassenführung erweitern. Dies gilt insbesondere in Bezug auf die Flexibilisierungsmöglichkeiten im Bereich Vorsorgepläne und Anlagen. Diese werden von den Pensionskassen noch wenig genutzt. Bei einer gezielten und effizienten Umsetzung könnten die Bedürfnisse verschiedener Anspruchsgruppen noch individueller abgedeckt werden. Die Anforderungen an die Pensionskassenführung wurden zwar vor allem mit der Strukturreform grösser, sind aber immer noch miliztauglich. Von weitergehenden Massnahmen in diesem Bereich ist aber aufgrund der dargelegten Überlegungen abzusehen.

Custody Services: Jederzeitige Transparenz und administrative Entlastung

Der Begriff «Custody» stammt vom lateinischen Wort «Custodia» und umschreibt die Funktion eines Wächters. In der Finanzindustrie werden damit sinngemäss die sichere Verwahrung von Wertschriften, eine effiziente technische Abwicklung von Vermögenstransaktionen sowie die Überwachung von Kundenvermögen beschrieben. Weitere Aspekte wie die Optimierung der Kosten und Erträge oder die Delegation von administrativen Aufgaben an den Custodian gehören heute ebenfalls zum Custody.

Markus Wirth, Leiter Custody, Zürcher Kantonalbank

Basisdienstleistungen des Custodian

Der Begriff Custodian – oder auch Global Custodian – ist nicht einheitlich definiert. Die Zürcher Kantonalbank versteht unter «Global Custody Service» einen weltweiten, auf die Verwahrung und Abwicklung von grenzüberschreitenden Wertpapieren ausgerichteten Service. Zu den Basisdienstleistungen gehören das Settlement (Erfüllung eines Wertpapiergeschäftes), die Führung von Konti und Depots, in- und ausländische Kapitalmassnahmen (z.B. Dividenden- und Zinszahlungen, Kapitalerhöhungen) und Steuerdienstleistungen.

Die Differenzierung eines Custodians zu einem herkömmlichen Wertschriftenverwahrer erfolgt auch über die Breite und Tiefe der angebotenen Zusatzdienstleistungen. Die Zürcher Kantonalbank ordnet Reporting-Leistungen, Performance-Messung, Compliance-Monitoring, Wertschriftenbuchhaltung sowie auch das Angebot, Private Label Funds

aufzulegen, noch dem eigentlichen Custody Service zu. Weitere wichtige Dienstleistungen für Investoren wie der Handel (Brokerage), die Wertschriftenleihe oder Asset Management Services werden nicht mehr zum Custody Angebot gerechnet. Effiziente und transparente Schnittstellen zwischen den verschiedenen Dienstleistungsbereichen sind für eine kostengünstige und kontrollierte Service-Erbringung entscheidend. Der Investor möchte sich online informieren, will seine Aufträge elektronisch erteilen und allenfalls auch Bestandes- und Transaktionsdaten für automatische Abgleiche mit den eigenen Daten direkt in seinen Systemen empfangen können.

Performance-Reporting und Compliance-Monitoring

Ein wichtiger Anspruch an eine umfassende Custody-Beziehung mit einer Vorsorgeeinrichtung ist, dass sämtliche Vermögenswerte beim Custodian verwahrt sind. Vermögen, die nicht im Bankdepot geführt sind (z.B. Immobilien), werden ebenfalls in den Systemen des Custodians erfasst. Die Möglichkeit, die Anlageseite einer Pensionskasse umfassend zu kennen, ist Basis für ein aussagekräftiges Reporting. Der Vorteil, alle diese Informationen bei einem einzigen Serviceanbieter zu konzentrieren, entlastet die Pensionskasse von Konsolidierungsaufgaben und ermöglicht, das aufwändige Erstellen von Reportings und Kontrollaufgaben weitgehend an den Custodian zu delegieren. Weiter reduziert die Pensionskasse damit auch oft die Schnittstellen zu den beauftragten Asset Managern.

Ein zeitgemässes Reporting umfasst Bestandes- und Transaktionsinformationen, ein aussagekräftiges Performance-Reporting wie auch ein Investment-Compliance-Monitoring. Der Custodian rapportiert die Performance im Vergleich zu verschiedenen Benchmarks, Auswirkungen von Risikoabsicherungen (z.B. die Wirkung einer Währungsabsicherung), erstellt eine Performance-Attribution (den Beitrag der Anlageentscheide zur Wertentwicklung) oder berechnet den Value at Risk (ein Risikomass). Der Custodian kann Compliance-Monitoring-Aufgaben übernehmen: Er überprüft die Einhaltung der Investment-Vorschriften (d.h. der gesetzlichen und kundenspezifischen Anlagebeschränkungen) bis auf Titelebene. Diese Aufgaben sind innerhalb der Bank selbstverständlich organisatorisch unabhängig von anderen Dienstleistungen – z.B. einem Asset Management-Mandat – wahrzunehmen.

Wertschriftenbuchhaltung

Dank der Führung der Depots und der umfassenden Sicht des Anlagevermögens verfügt der Custodian bereits weitgehend über die Informationen zur Erstellung einer Wertschriftenbuchhaltung (gemäss Vorgaben von FER 26). Der Auditor der Vorsorgeeinrichtung revidiert diesen Teil der Buchhaltung direkt beim Custodian. Die Saldi dieses Nebenbuches können direkt in die Finanzbuchhaltung der Pensionskasse übernommen werden.

Private Label Funds

Grössere Vorsorgeeinrichtungen bringen ihre Anlagen teilweise in einen Anlagefonds nach KAG (Bundesgesetz über die Kollektiven Kapitalanlagen) ein. Diese von der FINMA regulierten Anlagepools können Kassen zur effizienten Umsetzung mehrerer Anlagestrategien in verschiedenen Leistungsplänen verhelpen. Das Aufsetzen solcher Anlagefonds verlangt jedoch eine gewisse Grösse der Kasse und in der Regel die direkte Anlage in Aktien oder Obligationen.

Kontinuierliche Investitionen in den Ausbau der Custody Services

Der Markt fordert die Weiterentwicklung von Reporting-Fähigkeiten. Dazu gehört der Ausbau der Möglichkeiten, Information möglichst zeitnah und online beziehen zu können, oder verbesserte Look-through-Fähigkeiten in Anlagefonds (direkte Durchsicht auf die in einem Anlagefonds liegenden Anlagen), um z.B. Gegenparteirisiken vollständig abbilden zu können. Auch das Serviceangebot für Alternative Anlagen (Abwicklung, Reporting- und Überwachungsfunktionen) oder für Derivate (z.B. Collateral Management) wird laufend erweitert. Weiter ist auch die Sicherstellung einer Best Execution bei allen Anlageinstrumenten ein wichtiges Thema.

Die Komplexität im Custody-Geschäft ist hoch und steigt mit den wachsenden Erwartungen und Anforderungen der Investoren, aber auch infolge zunehmender regulatorischer Auflagen. Die sich laufend verändernde Ausgangslage verlangt vom Custodian eine kontinuierliche Weiterentwicklung des Angebots. Es gilt, die Prozesse immer wieder zu analysieren und die Risiken zu überwachen. Die damit verbundenen substanziellen IT-Investitionskosten können idealerweise auf ein grosses Anlagevolumen umgelegt werden. Deshalb wird das Custody-Geschäft auch nur von den grösseren Universalbanken oder auf Custody Services spezialisierte Banken in einer umfassenden Servicebreite und -tiefe angeboten.

Optimierung der Kosten-Ertrags-Situation mittels einer modernen Custody-Lösung

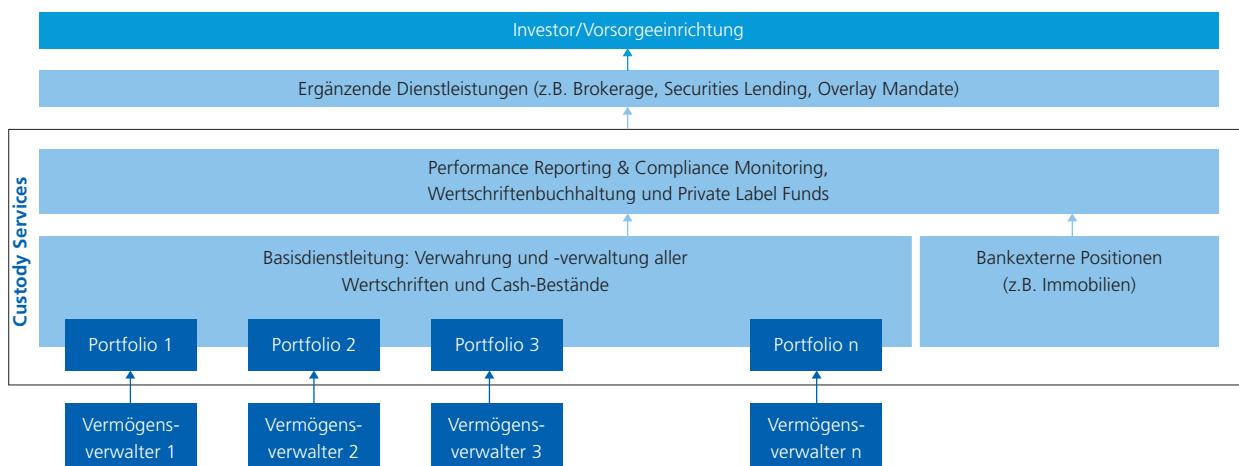
Die Stärken einer Custody-Lösung bei einem spezialisierten Anbieter – die umfassende Darstellung aller Vermögenswerte, ein aussagekräftiges Investment-Reporting, die unabhängige Überprüfung der Invest-

ment-Vorschriften, die Entlastung von administrativen Aufgaben und der direkte Zugang zu professionellen Abwicklungs- und Anlageberatungsdienstleistungen – helfen mit, die Kosten-Ertrags-Situation einer Pensionskasse zu verbessern und deren Risiken besser zu überwachen.

Umfassender Custody Service der Zürcher Kantonalbank

Die Zürcher Kantonalbank bietet den Schweizer Pensionskassen einen gut ausgebauten und umfassenden Custody Service an. In Kombination mit wichtigen komplementären Dienstleistungen – wie z.B. mit unseren passiven Core-Fondsbausteinen, einem Währungs-Overlay oder einem Securities Lending-Mandat – profitiert der Investor von integrierten, kontrollierten und effizienten Prozessen. Er kommuniziert mit einem Partner und muss nur wenige Schnittstellen pflegen. Durch die Entlastung von administrativen Aufgaben erhält die Pensionskasse zusätzlichen Freiraum.

Abb. 1: Custody Services und Schnittstellen



Aktienanlagen mit Risikofokus

Das rekordtiefe Zinsniveau und der damit einhergehende Anlagenotstand schaffen Raum für neue Konzepte bei den Aktieninvestitionen. Aktien sind aktuell, insbesondere relativ zu den Obligationen, attraktiv bewertet. Die Risiken sind jedoch aufgrund der fragilen globalen Konjunktur und der hohen Verschuldung der Industrienationen weiterhin überdurchschnittlich hoch.

Roland Koster, Fondmanager ZKB Axxess Vision Fonds, Zürcher Kantonalbank

Tiefzinsumfeld führt zu Anlagenotstand

Die Obligationenrenditen haben in den vergangenen sechs Monaten in verschiedenen Industrienationen neue historische Tiefststände erreicht. Da die Inflationsraten dieser Bewegung nur beschränkt folgten, weisen aktuell viele als solide erachtete Schuldernationen negative Realzinsen aus. Die Obligationäre verlieren somit an Kaufkraft. Zudem erhält der Investor bei Staatsanleihen für künftige Kredit- und Inflationsrisiken kaum eine Entschädigung.

Aktienmärkte mit attraktiver Bewertung

Im langfristigen Vergleich, anhand des Shiller Kurs-Gewinn-Verhältnisses, sind amerikanische Aktien fair bewertet. Europäische und japanische Beteiligungspapiere werden auf einem attraktiven Niveau gehandelt. Generell bieten die Aktienmärkte den Investoren aktuell überdurchschnittlich hohe Risikoprämien. Im Unternehmenssektor ist die Schuldenreduktion bereits weit fortgeschritten. Unternehmen haben mehrheitlich solide Bilanzen. Zudem bieten die Aktienmärkte einen gewissen Inflationsschutz. Aktien aus den Emerging Markets handeln aktuell zu einem Abschlag im Verhältnis zu den entwickelten Industrienationen. Dieser reflektiert in keiner Weise deren Wachstumsprofil und Finanzstärke.

Konjunkturelle Risiken weiterhin vorhanden

Die Staatsverschuldung in den westlichen Staaten und in Japan dürfte das Wachstumspotenzial über Jahre dämpfen. Zudem werden die Sparmassnahmen in der Eurozone in diesem Jahr einen deutlich spürbaren negativen Wachstumsbeitrag liefern. Auch Länder wie die USA und Japan werden ihre Budgetdefizite von über 10% der jährlichen Wirtschaftsleistung in naher Zukunft reduzieren müssen. Für die fragile Konjunkturerholung ist aktuell der Rohölpreis die grösste Belastung. Die US-Konsumenten bezahlen bereits wieder nahezu die Rekordpreise von 2008. In Europa sind wir aufgrund des schwachen Euro bereits über den Rekordmarken von 2008. Die hohen Energiepreise werden die Konjunktur in den kommenden Monaten belasten.

Aktieninvestment mit tiefem Risikoprofil

Aus diesem Dilemma zwischen dem Sicherheitsbedürfnis, aber tiefen Obligationenrenditen, und höherem Renditepotenzial der Aktien, aber fehlender Risikobereitschaft, ist bereits vor über drei Jahren die Anlagephilosophie des ZKB Axxess Vision Fonds entstanden. Seit dem 1. Januar 2009 verfolgt der Fonds eine Anlagephilosophie, die eine Partizipation am Aktienmarkt mit reduziertem Risiko bietet. Der Fokus verschiebt sich von der Benchmark-Orientierung zum Risikomanagement. Der Fonds hält primär gross-kapitalisierte Werte und investiert mit einem Qualitätsfokus. Zur Risikooptimierung werden Derivatstrategien eingesetzt. Jedoch hauptsächlich mit dem Ziel, das Marktrisiko zu reduzieren.

Szenariobasiertes Risikomanagement

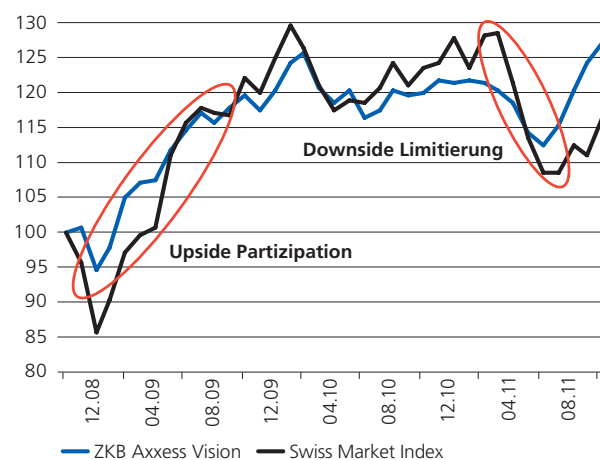
Als Basis werden unterschiedliche Konjunkturszenarien analysiert und aufgrund einer Vielzahl von Indikatoren auf ihre Wahrscheinlichkeit geprüft. Den einzelnen Szenarien wird ein geschätztes Kurspotenzial der Aktienmärkte zugeordnet. Dies, zusammen mit den entsprechenden Eintreffenswahrscheinlichkeiten, ergibt eine erste Einschätzung über das Verhältnis zwischen Chancen und Risiken an den Aktienmärkten. Dieser Input fließt direkt in die Portfoliokonstruktion, wo zwischen dem Anteil an defensiven Werten gegenüber den zyklischen Werten abgewogen wird. Über Derivate wird das Gesamtrisiko des Fonds gesteuert. Einzeltitelrisiken werden permanent überwacht und Verlustrisiken über Stop-Loss-Limiten minimiert.

Strategie hat sich bewährt

Die Anlagestrategie hat in den vergangenen drei Jahren gut funktioniert. In den Korrekturphasen zu Beginn des Jahres 2009 sowie im Sommer 2011 konnte die Strategie die Verluste begrenzen und den defensiven Charakter des Fonds beweisen. Aufgrund des hohen Risikobewusstseins wurden in der Vergangenheit jeweils früh Aktienrisiken reduziert. Dies ist jedoch durchaus so gewollt. Wenn sich aufgrund steigender Märkte und bei unverändertem Szenario das Chancen-Risikoprofil verschlechtert, wird antizyklisch das Portfoliorisiko reduziert. Auf der anderen Seite haben die Markttiming-Modelle in den Korrekturphasen zeitnahe Signale geliefert. So konnte jeweils antizyklisch zu hohen Risikoprämien Aktien aufgebaut werden. Hierzu wurden oft Derivatstrukturen verwendet, um mit möglichst geringen Risiken die Aktienquote zu erhöhen.

Der Fonds wurde für den Zeitraum vom 1. Januar 2009 bis zum 31. Dezember 2011 mit einem Lipper Fonds Award ausgezeichnet. Im entsprechenden Zeitraum erzielte der Fonds eine Performance von 27,84% bei einer Volatilität von 9,13%. Dies im Vergleich zum Swiss Market Index mit einem Ertrag von 16,56% bei einem Risiko von 18,95%.

Abb. 1: ZKB Axxess Vision Fonds im Marktvergleich



Der Chart zeigt den Kursverlauf der ZKB Axxess Vision Fonds im Vergleich zum Swiss Market Index für den Zeitraum vom 31.12.2008 bis 31.12.2011. Es ist gut erkennbar wie das Produkt in Korrekturphasen die Verluste begrenzen kann. In Aufwärtsphasen ist die Partizipation zu Beginn hoch, bevor antizyklisch bereits wieder Risiken reduziert werden.

Ausblick für die kommenden Monate

Der Aktienmarkt preist zurzeit ein positives Konjunkturszenario ein. Risikofaktoren werden aktuell nur ungenügend entschädigt. Das Chance-Risikoverhältnis ist nicht attraktiv. Der ZKB Axxess Vision Fonds ist dementsprechend hauptsächlich in defensiven Sektoren investiert. Der Hauptfokus liegt aufgrund der aktuellen Szenarioanalyse noch stärker auf Gewinnstabilität, Qualität und Dividendenrenditen. Strukturelle Themen finden durchaus ihre Berücksichtigung. Das überproportionale Wachstum der Konsumausgaben in den Emerging Markets bietet ein langfristig attraktives Investitionsthema.

Konklusion

Die Aktienmärkte bieten insbesondere im Verhältnis zum Obligationenmarkt attraktive Ertragschancen. Die Risiken sind jedoch nach den deutlichen Kursgewinnen der vergangenen Monate deutlich gestiegen. Beim ZKB Axxess Vision Fonds erhält der Kunde ein defensives Aktienportfolio mit einem starken Fokus auf die Risiken. Das Kernportfolio ist in defensive Qualitätsaktien investiert mit einem Fokus auf stabile Dividendenrenditen. In den vergangenen drei Jahren wies der ZKB Axxess Vision Fonds eine vergleichbare Volatilität zu der Kategorie Fremdwährungsobligationen auf. In Anbetracht der ungenügend entschädigten Risiken auf den Obligationenmärkten ist der ZKB Axxess Vision Fonds eine interessante Alternative für risikobewusste Investoren. Im aktuellen Umfeld kann es durchaus sinnvoll sein, Gewinne in Obligationen zu realisieren und sich über ein defensives Aktienprodukt einen gewissen Inflationsschutz mit höherem Renditepotenzial zu kaufen.

Wirtschaftsprognosen und Anlagepolitik

Zur Konjunktur- und Marktentwicklung und zur aktuellen Anlagepolitik der Zürcher Kantonalbank

*Dr. Cornelia Luchsinger, Investment Solutions,
Zürcher Kantonalbank*

Silberstreifen am globalen Konjunkturhorizont – Risiko Erdölpreis

Die Nachrichten guter Konjunkturdaten aus den USA halten an und geben den Aktienmärkten weiter Aufschwung. Insbesondere die Zahlen zum US-Arbeitsmarkt zeigen seit Monaten klare Zeichen der Erholung. Es ist sehr wichtig, dass diese Erholung weitergeht und die Konsum- und Investitionstätigkeit des US-Privatsektors in den nächsten Monaten zunimmt. Denn im nächsten Jahr wird der US-amerikanische Staat seine Finanzlage verbessern. Als Folge werden wahrscheinlich die vor zehn Jahren eingeführten Steuererleichterungen für Unternehmen und Haushalte nicht mehr erneuert. Dieser fiskalpolitische Gegenwind wird das US-Wachstum im Jahr 2013 beeinträchtigen. Wir sind aber der Meinung, dass der Privatsektor den negativen Wachstumsbeitrag des Staates ausgleichen wird.

Die Euro-Krise hat sich seit dem Amtsantritt der neuen, reformwilligen spanischen und italienischen Regierungen und der enormen Liquiditätszufuhr vonseiten der Europäischen Zentralbank an die europäischen Geschäftsbanken merklich entschärft. Trotz dieser spürbaren Verbesserung sind wir noch nicht über den Berg. Die tief greifende Rezession in den südeuropäischen Staaten wird die Erreichung der Defizitziele dieser Länder deutlich erschweren. Im Fall von Portugal zeichnet sich zunehmend ab, dass dieses Land einen zweiten Hilfskredit der europäischen Partner benötigen wird. Folglich muss

man vernünftigerweise davon ausgehen, dass die Euro-Krise trotz der erzielten Fortschritte noch nicht überstanden ist. Wir gehen für die Region für 2012 von einer milden Rezession aus.

Das in unseren Augen grösste Risiko für die nächsten Monate ist die Verschlechterung der geopolitischen Lage um den Iran und der damit verbundene Druck auf die Erdölpreise. Im Fall einer militärischen Auseinandersetzung im Iran müssten wir mit noch höheren Erdölpreisen und entsprechend negativen Folgen für die globale Konjunktur rechnen.

Schweiz: Durststrecke noch bis zum Sommer

Der Schweizer Aussenhandel hielt sich 2011 trotz Frankenstärke wacker: Die Exporte wuchsen nominell um 2%. Real betrug das Wachstum 8% – die exportorientierten Unternehmen mussten also zum Teil massive Preiskonzessionen hinnehmen. Absatzseitig erwiesen sich Deutschland und Asien als wichtige Wachstumsstützen. Die Aussenhandelsdynamik hat sich allerdings seit Sommer zusehends abgeschwächt – im Februar 2012 verzeichnete der Aussenhandel in beiden Richtungen ein Minus. Bei den Exporten legte einzig die Uhrenindustrie weiterhin mit zweistelligen Wachstumsraten zu. Auch die chemische Industrie liegt im Plus, während die Maschinen- und Elektronikindustrie schwächelt. Für das Gesamtjahr 2012 erwarten wir sowohl bei den Importen als auch bei den Exporten eine leicht negative Entwicklung. Allerdings gehen wir davon aus, dass sich die konjunkturelle Erholung auf globaler Ebene fortsetzt und insbesondere auch in der Euro-Zone ab Sommer wieder stärkere Wachstumsraten zu sehen sind. Entsprechend wird auch in der Schweiz das Wachstum via Aussenhandel in der zweiten Jahreshälfte wieder anziehen (Abbildung 1). Wir gehen für das laufende Jahr von einem BIP-Wachstum von 0,6% aus (2011: 1,9%).

Abb. 1: BIP-Wachstum EU und Schweizer Exporte nach EU

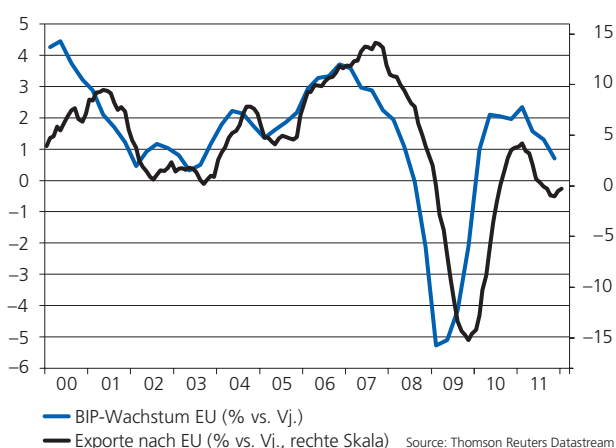
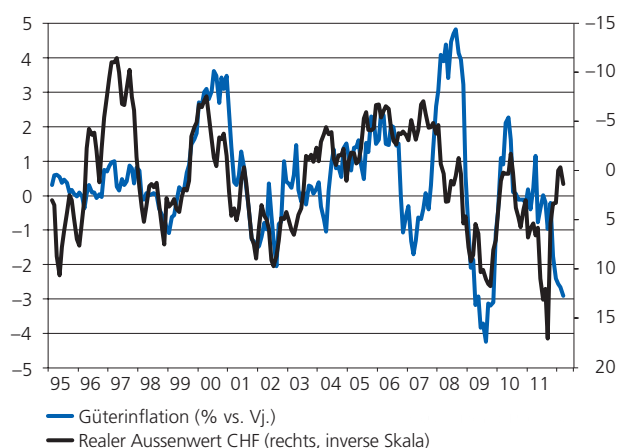


Abb. 2: Wechselkurs- und Preisentwicklung in der Schweiz



Schweizer Inflation: Nahe null bis 2014?

Viele wichtige Messgrößen für die Inflation (Konsumentenpreise, Produzentenpreise, Importpreise, Kerninflation) notieren nach wie vor teilweise deutlich im negativen Bereich. Einzig die Dienstleistungsinflation liegt noch leicht oberhalb der Nulllinie. Zwar erwarten wir auch für das laufende Jahr eine leicht negative Gesamtteuerung (Konsumentenpreise). Wir sind aber dezidiert der Meinung, dass erstens die Inflationsraten ab Mitte Jahr wieder anziehen werden. Dies, weil der Wechselkurseffekt, d.h. der deflationäre Effekt des starken Frankens, in den Sommermonaten ausläuft. Auf Jahressicht erwarten wir zudem eine leichte Abwertung des EUR/CHF-Wechselkurses. Ausserdem dürfte mit der besseren Konjunkturdynamik der Druck auf die (Produzenten-) Preise nachlassen, und die solide Zuwanderung wird weiterhin die Baukonjunktur und damit die Mietinflation stützen. Aus diesen Gründen gehen wir zweitens für das Jahr 2013 von einem spürbaren Anziehen der Inflationsraten auf ein «normaleres» Niveau gegen 2% aus. Diese Einschätzung steht in offensichtlichem Gegensatz zur Inflationsprognose der Schweizerischen Nationalbank, welche bis Ende 2014 Inflationsraten deutlich unter 1% erwartet, gleichzeitig aber ebenfalls von einer Abwertung des CHF ausgeht.

Müssen wir also auch von weiterhin rekordtiefen Zinsen ausgehen? Wir sind der Meinung, dass die Zinsen am kurzen Ende sowohl global (Fed, EZB,...) als auch in der Schweiz auf Sicht von zwölf Monaten auf ihren Tiefständen verharren werden. Bei den Zinsen am langen Ende sehen wir indes ein weiteres Erholungspotenzial aufgrund besserer Konjunkturdaten sowie im Zuge einer verminderten Verunsicherung der Anleger (leichte Entschärfung der Euro-Krise). Auch für die Schweizer Renditen gehen wir von einer Entspannung aus und sehen die Rendite der zehnjährigen Eidgenossen binnen Jahresfrist bei 1,50%. Sollte sich die Konjunktur gemäss unseren Prognosen oder sogar besser entwickeln, wäre sogar ein erster geldpolitischer Schritt – weg vom Notfallszenario, hin zur Normalität – im Laufe des kommenden Jahres denkbar.

Anlagepolitik: Vorsichtig positiv gegenüber Aktien

Die Verbesserung der Konjunkturlage in den USA und in einigen Schwellenländern deutet darauf hin, dass der Anstieg der Aktienpreise weitergehen kann. Wir sind dennoch gegenüber Aktien vorsichtig positiv positioniert (Aktienquote 42%; neutrale Quote 40%). Obwohl wir gegenüber der Anlagekategorie Gold grundsätzlich positiv gestimmt sind, wollen

wir für die nächsten Monate unsere Goldpositionen etwas abbauen und sind neu neutral gewichtet – hauptsächlich aufgrund der gegenwärtigen Entschärfung der Euro-Krise und des damit verbundenen Anstiegs der langfristigen Zinsen. Auch aus technischer Sicht sieht das Gold «angeschlagen» aus. Eine – wenn auch nur kurzfristige – Korrektur kann deshalb nicht ausgeschlossen werden.

Tabelle 1: Taktische Allokation der Zürcher Kantonalbank im Portefeuille «Ausgewogen»

	Schweiz	Europa	Nordamerika	Pazifik	Emerging Markets	Alternative Anlagen	Total
Liquidität	↗	→	→	→	→		↗
Obligationen	↘	↘	↗	→	↗		↘
Aktien	→	↘	↗	→	↗		↗
Hedge Funds						→	→
Rohstoffe/Gold						→	→
Indirekte Immobilien (Welt inkl. CH)						↗	↗
Total	↘	↘	↗	→	↗	↗	

Legende: ↗ Übergewichtet → Neutral ↘ Untergewichtet

3. Pensionskassen- tag der Zürcher Kantonalbank am 31. August 2012. Jetzt anmelden!

Türöffnung 8.30 Uhr
TECHNOPARK® Zürich

Es erwarten Sie interessante Referate von
namhaften Vertretern aus Politik und Wirtschaft.

Anmeldung auf www.zkb.ch/pktag

Die nahe Bank



Zürcher
Kantonalbank