

Gratwanderung im Anlegerschutz

Aktuelle Behinderungen der Vermögensverwaltung

Von Adrian Scherer*

Vorgaben für die Vermögensverwalter, wie die Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung oder die Verordnung BVV2 sollen die Anleger bzw. die Versicherten der Pensionskassen schützen. Allerdings sind auch immer wieder Anpassungen an neue Gegebenheiten vonnöten. Derzeit wirken einige Vorgaben anachronistisch.

Die Anforderungen an das aktive Portfolio-Management sowohl für private wie auch institutionelle Investoren sind im aktuellen Umfeld hoch. Seit es mit der Börse bergab oder lediglich seitwärts geht, sehen viele Investoren ihre einst geschätzten Anlageberater in einem anderen Licht. Sie erwarten von ihnen, dass sie auch in schwierigen Marktverhältnissen eine anständige Rendite erwirtschaften. Die Freiräume, die ein aktives Management benötigt, werden jedoch teilweise übermässig durch Regulierungen eingeschränkt, die ursprünglich zum Schutz der Investoren erlassen worden waren.

Überholte Vorschriften zu Rohwaren

Für die Banken gelten im Vermögensverwaltungsgeschäft strenge Vorschriften. Sie sollen dafür sorgen, dass die Kundengelder professionell und im Interesse der Anleger verwaltet werden und ihnen keine überdurchschnittlich hohen Verluste entstehen. Zur verlangten Professionalität gehören sowohl eine angemessene Organisation als auch Mitarbeiter mit den erforderlichen Fachkenntnissen. Gefordert ist auch die periodische Überprüfung durch die internen Kontrollorgane der Bank. Wegweisend dafür sind die «Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge» der Schweizerischen Bankiervereinigung. Die Eidgenössische Bankenkommission (EBK) hat diese Richtlinien als Mindeststandard anerkannt. Die Revisionsstellen der Banken sind von der EBK angewiesen zu prüfen, ob die Mindeststandards eingehalten werden und das Ergebnis ihrer Prüfung in einem Bericht festzuhalten.

Sind Vorschriften zum Schutze der Kundenvermögen grundsätzlich zu begrüssen, können diese auch über das Ziel hinaus schiessen oder von der Aktualität überholt werden. So zählen Anlagen in Rohstoffen gemäss Artikel 8 der Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung nicht zu den «bankenüblichen Anlageinstrumenten» – im Gegensatz zu den Edelmetallen. Rohwaren-Investitionen sind somit in Aufträgen für die Vermögensverwaltung de facto untersagt. Dabei wären Anlagen in Rohstoffe im aktuellen Umfeld besonders interessant: Wie jüngst eine Studie belegte, kann die Beimischung von Commodity-Futures in ein traditionelles Portfolio das Rendite-Risiko-Verhältnis signifikant verbessern. Der Futures-Rohstoffindex des Commodities Research Bureau (CRB) notiert praktisch auf dem höchsten Stand seit über 20 Jahren: Historisch tiefe Lagerbestände und die anziehende Nachfrage aus China liessen die Preise stark ansteigen. Zudem zählen die Rohstoffmärkte zu den liquidesten Börsen der Welt. Breit diversifizierte Rohstoffanlagen weisen vorteilhafte Diversifikationseigenschaften auf.

Schweizer Privatanleger mit Vermögensverwaltungsauftrag können jedoch von diesen Anlagechancen nicht direkt profitieren, weil den Vermögensverwaltern aufgrund der Vorschriften die Hände gebunden sind. Das Verbot von Roh-

waren-Anlagen geht auf die 70-er Jahre zurück, als die Erstauflage der Richtlinien ausgearbeitet wurde. Man hatte damals wohl die allgegenwärtigen Schweinebäuche vor Augen und wollte vermeiden, dass Banken ihrer Kundschaft Produkte verkauften, mit denen sie nicht vertraut sind. Die letzten Revisionen der Richtlinien im Jahr 2000 und 2003 brachten ausschliesslich Liberalisierungen zugunsten von Hedge-Funds, Private Equity und Immobilien. Rohstoffe waren nicht Gegenstand der Diskussionen. Die Chancen stehen allerdings nicht schlecht, dass die Vorschriften bezüglich Rohstoffen überdacht werden.

Praxisfremde Regeln beim BVV2

Aber auch im Bereich der beruflichen Vorsorge, in der Verordnung BVV2, gibt es praxisfremde Anlagevorschriften. Beruhte die Zweite Säule bis 1985 noch vollständig auf Freiwilligkeit, so wurde mit der Einführung des Bundesgesetzes über die berufliche Vorsorge (BVG) der Freiraum im Bereich der Kapitalanlage zunehmend reglementiert. Zum Beispiel werden die Pensionskassen gezwungen, bei ihren Obligationen-Investitionen einen unsinnigen Heimatschutz zu betreiben: Das BVV2 schreibt vor, 70% des Obligationen-Portefeuilles in Papiere inländischer und höchstens 30% in Anleihen ausländischer Emittenten zu investieren. Die Auswahl einheimischer Anleihen-Emittenten ist aber beschränkt. Dies ist ein Grund, warum viele Vorsorgeeinrichtungen Anleihen der Swissair oder der Gemeinde Leukerbad in ihren Depots hatten. Zudem liefern Obligationen inländischer Emittenten eine tiefere Rendite – zum Nachteil der Versicherten. Aufgrund der Anlagevorschriften resultierte seit Oktober 1998 bei den 7- bis 10-jährigen Obligationen auf wöchentlicher Basis gerechnet im Durchschnitt eine Minderrendite von 9 Basispunkten pro Jahr. Was auf den ersten Blick als wenig erscheint, führt bei einer üblichen Versicherungsdauer von 40 Jahren über die gesamte Laufzeit zu einer Minder-Rendite von 3,7%.

Die Franken-Obligationen inländischer Emittenten in den Portefeuilles der Pensionskassen weisen gegenüber Franken-Papieren ausländischer Schuldner nicht etwa eine bessere Bonität auf. Im Gegenteil: Müssen Auslandobligationen mindestens ein AAA-Rating aufweisen, reicht für die inländischen schon Aa3 (Moody's) oder AA-(S&P). Durch das BVV2 werden also Pensionskassen-Verwalter fast gezwungen, in heimische Anleihen zu investieren. Diese haben nebst der tieferen Rendite noch weitere Nachteile, wie etwa kleinere Handelsvolumina. Dies führte bei der Swissair dazu, dass ein Verkauf in der «heissen Phase» schwierig wurde. Die Differenz zwischen Kaufs- und Verkaufskurs (Spread) ist häufig hoch. Zahlreiche inländische Schuldner lassen ihre Bonität zudem noch immer nicht von Ratingagenturen wie Standard & Poor's oder Moody's einstufen.

Das Prädikat «Anlegerschutz» kann sich auch

als falsch verstandener Heimatschutz erweisen. Solche Vorschriften bringen Kosten und Opportunitätsverluste mit sich, für die letztlich der Anleger aufkommt. Dies gereicht aber auch dem Finanzplatz Schweiz zum Nachteil, weil die Performance im internationalen Vergleich hinterher zu hinken droht. Eine gewisse Flexibilisierung der Anlagemöglichkeiten wäre vonnöten.

*Adrian Scherer, CFA, ist Chief Investment Officer der Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Schweiz) AG