

# Is Governance Related to Investment Performance and Asset Allocation? Empirical Evidence from Swiss Pension Funds

Manuel Ammann<sup>1</sup>

Christian Ehmann

## Executive Summary

März 2014

Dieses Dokument ist eine Kurzzusammenfassung der Ergebnisse der Pensionskassenstudie der Universität St. Gallen in Kooperation mit dem Schweizerischen Pensionskassenverband ASIP. Es beschreibt die wesentlichen Resultate der Untersuchung zum Zusammenhang zwischen Pensionskassengovernance, Anlageperformance und Vermögensallokation. Die vollständige Studie kann vom Schweizerischen Institut für Banken und Finanzen der Universität St. Gallen bezogen werden.

Diese Studie untersucht den Zusammenhang zwischen Governance-Strukturen von Schweizer Pensionskassen und deren Anlageperformance sowie Vermögensallokation. Im Rahmen der Studie wurden 1.600 berufliche Vorsorgeeinrichtungen der zweiten Säule zu internen Governance-Mechanismen, Investmentperformance, Vermögensverwaltungskosten, Risikodeckung und Vermögensallokation zum 31.12.2012 mit Hilfe eines standardisierten Fragebogens befragt. Im Gegensatz zu anderen umfragebasierten Studien, die Pensionskassengovernance meist primär über subjektive Kriterien (z.B. Meinungen oder Selbstwahrnehmungen von Geschäftsführern oder Stiftungsräten) evaluieren, basieren unsere Fragen ausschliesslich auf rein objektiven, quantitativ verifizierbaren Fakten. Die Auswertungen der Antworten von 139 Pensionskassen, die den Fragebogen beantwortet haben, dienen als Datengrundlage der Untersuchung. Diese Stichprobe umfasst ca. 43% des Gesamtvermögens der in der Schweiz registrierten Vorsorgeeinrichtungen zum Ende des Jahres 2012.

---

<sup>1</sup> Universität St. Gallen. Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen, Rosenbergstrasse 52, 9000 St. Gallen. Telefon: +41-71-224-70-80. E-mail: manuel.ammann@unisg.ch, christian.ehmann@unisg.ch.

Mit Hilfe eines Scoringmodells werden die erfragten Governance-basierten Variablen in 6 verschiedene Unterkategorien klassifiziert: 1) Organisationsstruktur, 2) Managementziele, 3) Zielsetzung und Anlagestrategie, 4) Asset Management Prozesse, 5) Risikomanagementgestaltung und 6) Interne Kontrolle und Transparenz. Für jede Pensionskasse in unserer Stichprobe wird ein individueller „Governance-Score“ basierend auf den jeweils erhaltenen Antworten erstellt. Der statistische Zusammenhang zwischen Governance und Investmentperformance wird über ein multivariates Regressionsmodell untersucht, das neben dem Governance-Score zusätzlich für Faktoren wie Grösse der Pensionskasse, Rechtsform, Kassenmodell, Risikodeckung, Verwaltungskosten und dem Verhältnis zwischen aktiven Mitgliedern zu Pensionären kontrolliert. Der Zeitraum der Anlageperformanceuntersuchung erstreckt sich auf die Jahre 2010 bis 2012 wobei zur Performancemessung 4 verschiedene risikoadjustierte sowie nicht-risikoadjustierte Metriken aus der Portfoliomanagementpraxis verwendet werden. Diese umfassen die geometrische Durchschnittsrendite, die Performance relativ zu einer passiven Benchmark, die Performance relativ zu einer individuellen Benchmark, sowie das Sharpe Ratio.

Die Studie zeigt, dass Governance-Strukturen vor allem in den Bereichen Zielsetzung und Anlagestrategie sowie Risikomanagementdesign einen positiven Zusammenhang zu den verwendeten Massen aufzeigen. Der Zusammenhang zwischen dem Sub-Score für Zielsetzung und Anlagestrategie und der Durchschnittsrendite für die Jahre 2010 bis 2012 wird auf ca. 14.5 Basispunkte geschätzt. Der Koeffizient für die durchschnittliche Outperformance der individuellen Benchmark einer Pensionskasse liegt sogar noch darüber (ca. 21.5 bps). Dabei spielen vor allem spezifische individuelle Faktoren wie die Teilnahme von externen Experten in Anlagestrategiesitzungen sowie das Bestehen einer realistischen Einschätzung der erwarteten Rendite der strategischen Vermögensallokation einer Kasse eine wesentlich Rolle. Unsere Untersuchung zeigt ausserdem, dass aktive taktische Vermögensallokation innerhalb eines Pensionskassenportfolios negativ mit dessen Anlageperformance korreliert. Vorsorgeeinrichtungen in unserer Stichprobe, die taktische Umschichtungen der strategischen Gewichte vornehmen, weisen eine im Durchschnitt um 27 Basispunkte niedrigere geometrische 3-Jahresrendite aus, sowie eine durchschnittlich um 28 Basispunkte niedrigere Performance relativ zu ihrer passiven Benchmark.

Weiter zeigt die Studie, dass Kassengrösse gemessen an verwaltetem Gesamtvermögen einen signifikanten Zusammenhang zu Anlageperformance und Vermögensallokationsentscheiden besitzt. Je grösser die Pensionskassen in unserer Stichprobe, umso höher war die

Anlageperformance sowie der Vermögensanteil an ausländischen Aktien und alternativen Investments wie Hedgefonds, Private Equity Fonds, und Rohstoffen. Die höhere Rendite ist somit teilweise durch die Risikostruktur erklärbar. Pensionskassen mit Anlagevermögen von über einer Milliarde Franken weisen eine höhere Renditevolatilität aus als kleinere Pensionskassen für den Untersuchungszeitraum 2003 - 2012. Dieser Unterschied beläuft sich auf ca. 1.2%. Rechtsform, Kassenmodell und Risikodeckung hingegen zeigen keinerlei statistisch signifikanten Zusammenhang zu Investmentperformance. Unsere Regressionsergebnisse deuten ausserdem darauf hin, dass allgemeine Verwaltungskosten sowie Vermögensverwaltungskosten tendenziell negativ mit Performance korrelieren. Für diese Resultate finden wir jedoch keine statistische Signifikanz.

Wir finden keine empirische Evidenz für einen statistischen Zusammenhang zwischen der Organisationsstruktur einer PK sowie deren Zielsetzung bzw. den Anreizsystemen für die im Führungsprozess der Pensionskassen involvierten Personen und der Performance. Insbesondere die Grösse und die Zusammensetzung des Stiftungsrats sowie die Vergütungsstrukturen für Geschäftsführer und Stiftungsratsmitglieder sind nicht messbar mit Anlageerfolg oder effektiver Vermögensaufteilung verbunden. Die Umfrageergebnisse zeigen, dass finanzielle Vergütung von Stiftungsräten und Geschäftsführern von beruflichen Vorsorgeeinrichtungen in der Schweiz hauptsächlich auf Fixgehältern oder Spesenentschädigungen basiert. Variable sowie leistungsorientierte Vergütungen werden faktisch nicht praktiziert.

Wir finden ebenfalls keinen direkten Zusammenhang zwischen den Anlageprozessen (wie beispielsweise Transparenz in der Vermögensverwalterselektion, regelmässige Überprüfung von Anlageregulatorien, Ausschreibungsverfahren in der Mandatsselektion oder das Bestehen eines dezidierten Leiter Anlagenstrategie) und der Performance. Obwohl strukturierte Anlageprozesse sich theoretisch direkt auf Portfolio-managemententscheidungen auswirken, finden wir keinen messbaren Zusammenhang zwischen diesen Prozessen, der Anlageperformance und der Vermögensallokation.

Risikomanagement ist für Vorsorgeeinrichtungen zentral. Von den 139 befragten Kassen gaben nur 12 Einrichtungen an, kein aktives Risikomanagement zu betreiben. Regelmässige Überprüfung der Risikotragfähigkeit wird von mehr als 90% der Vorsorgeeinrichtungen betrieben. Verbesserungspotential besteht hauptsächlich in den Bereichen Fremdwährungs- sowie Katastrophenrisikenabsicherung. Obwohl mehr als 37% des kumulierten Anlagevermögens der PKs in unserer Stichprobe in Fremdwährung denominiert ist, gaben nur rund die Hälfte der Kassen

an explizite Regularien für Fremdwährungsrisiken zu besitzen. Lediglich 16% gaben an einen strategischen Notfallplan für das Eintreten von Desasterrisiken zu haben.

Unsere Untersuchung zeigt, dass moderne Governance-Strukturen bei Schweizer Pensionskassen weit verbreitet sind. Es ist allerdings denkbar, dass an unserer Umfrage tendenziell eher Pensionskassen mit guter Governance als solche mit grossen Defiziten in diesem Bereich teilnahmen, wodurch unsere Untersuchung möglicherweise nicht vollständig repräsentativ ist.