

## „Der angezählte Champion“

Für André Kohler ist die zweite Säule derzeit ein angezählter Champion. Seine temporäre Schwäche weist auf vernachlässigte technische und konditionelle Mängel hin. Wobei, er habe nun zwei Möglichkeiten: Sich mit harter Arbeit zu befreien oder sich weitere spektakuläre K.-o.-Niederlagen einzuhandeln. Doch nicht nur das.

**Fragen: Michael Lennert**

**Antworten: André Kohler, B+B Vorsorge, Leiter Investment Services, Mitglied der Geschäftsleitung**

**spn:** Herr Kohler, wie lauten derzeit die grössten Herausforderungen bei der beruflichen Vorsorge in der Schweiz?

**André Kohler:** Die berufliche Vorsorge ist in Zeiten gestresster Finanzmärkte natürlich stets Gegenstand von Kontroversen. Typische Themen sind dann unter anderem die diversen Rechnungs- und Zinssätze, Methoden der Kapitalverwaltung oder Aspekte einer wie auch immer definierten „finanziellen Gesundheit“ des Systems. Diese Themen scheinen oft die langfristige Erfüllung des Auftrages gemäss Artikel 1 BVG zu steuern, sind jedoch genauso gut Kristallisationspunkte von Schwachstellen in der Konzeption. Demografie, Biometrik und Kapitalmarktaussichten dienen momentan oft als Begründung der Unvermeidlichkeit einer stetigen Leistungserosion in der zweiten Säule, durch die die „nachhaltige Existenz“ der Vorsorge in ihrer heutigen Form gerettet werden soll. Diese Rettung ist jedoch von zweifelhaftem Nutzen für den Destinatär. Gesichert ist damit jedenfalls das gute Auskommen der Vorsorgeindustrie.

**spn:** Das hört sich nach Systemkritik an?

**Kohler:** Erstaunlich, mit welcher Akzeptanz die oben genannten Entscheidungsgrundlagen, vor allem die Annahmen über Kapitalerträge, hingenommen werden. Und das insbesondere angesichts von offensichtlichen Schwächen und dem Fehlen jeglicher Diskussion über die Gesundheit und Zweckmässigkeit des Fundamentes der zweiten Säule. Deswegen lautet meine These: Die erwähnte Leistungserosion der zweiten Säule ist Konsequenz zentraler Fehlkonzeptionen und verursacht eine angstgesteuerte Wertschwän-

kungsaversion der Verantwortlichen. Zudem haben die resultierenden Entscheidungen stets die Fehlallokation des Anlagesubstrates mit negativer Wirkung auf die Kapitalbildung zur Folge.

**spn:** Können Sie das erläutern?

**Kohler:** Heute werden erwartete Erträge von 4 Prozent als ambitiös und 5 Prozent als unseriös beurteilt. Als „seriöse“ Erwartung gelten 3 Prozent bis 3,5 Prozent. Doch eine einfache Alternativrechnung zeigt: Mit einer passiven Mischung von beispielsweise 25 Prozent ETF Aktien Welt Global (angenommener Return 6 Prozent) und 75 Prozent „Eidgenossen“ (angenommener Return auf rollender Basis 3 Prozent) lässt sich ein Wertzuwachs von 3,75 Prozent erwirtschaften, eine 50/50- Strategie bringt es auf 4 Prozent. Es ist nicht einzusehen, warum es eine Infrastruktur von Vorsorgewerken, komplexen Gesetzen, aufwändiger Aufsicht, Asset Managern, Consultants und Product Engineers geben sollte, wenn diese nicht in der Lage sind, mindestens 4,5 Prozent Kapitalertrag für den Destinatär zu erwirtschaften, was bei einer Rentendauer von 20 Jahren einen Umwandlungssatz von 7,5 Prozent zulassen würde.

Wenn die heutige Umsetzungsinfrastruktur der zweiten Säule nicht einmal die Erträge der oben genannten passiven Strategien erzielen kann, vernichtet sie mindestens im Umfang „erzielte Nettoerträge minus Nettoerträge der passiven Strategien“ Wert.

**spn:** Welche Rolle spielen dabei beispielsweise die Anlagestrategieberater?

**Kohler:** Man muss nach dem Selbstverständnis der hier angesprochenen Dienstleister



André Kohler

André Kohler leitet seit 2007 den Bereich „Investment Services“ bei B+B Vorsorge und ist gleichzeitig Mitglied der Geschäftsleitung.

Sein Steckenpferd sind neben sämtlichen Dienstleistungen im Bereich der Kapitalanlage insbesondere Vorsorgewerke.

Das Rüstzeug hierfür erarbeitete sich Kohler unter anderem bei Swiss Life. Hier durchlief er zahlreiche Stationen, etwa als Leiter der Geschäftseinheiten „Third Party Asset Management“, „Asset Allocation Products“ und „Portfolio Management Institutional Clients“. Nicht zu vergessen die Stationen bei Vontobel und der UBS. Bei Vontobel war er Portfolio Manager, ebenso bei der UBS, hier unter anderem für die Anlagestiftung.

Kohler hat Rechtswissenschaft studiert, ist Chartered Financial Analyst (CFA), verheiratet und hat zwei Söhne. ML

unterscheiden. Die meisten bieten im Wesentlichen die Handhabung des Optimierungskonzeptes nach Markowitz an. Sie sind damit Erfüllungsgehilfen einer gesetzlich sanktionierten Fehlkonzeption und stellen eine Commodity her. Sehr wenige sind Fachleute für die Entwicklung und Implementierung einer strategischen Asset Allocation (SAA) im Sinne einer integrierten Sichtweise von vorsorge- und anlagetechnischen Aspekten. Ein Anlagestrategieberater in diesem Sinne muss eigentlich ein Gesamtstrategieberater sein, denn die Anlagestrategie ergibt sich logisch aus der durch eine Vorsorgeeinrichtung verfolgten Gesamtstrategie.

**spn:** Das ist aber nicht die Regel?

**Kohler:** Nein, die typische, durchschnittliche Leistung des oben beschriebenen ersten Beraterotypus beschränkt sich auf die Übernahme einer vorgegebenen Sollrendite, welche dann als Eingangsgrösse für einen Mean-Variance-Optimizer nach Markowitz benutzt wird. Der Optimizer empfiehlt eine strategische Mischung von Asset-Klassen, die auf der sogenannten „efficient frontier“ liegt. Diese typischen Anbieter unterscheiden sich im Wesentlichen nur durch den Aufwand in der Generierung der Finanzdaten für den Optimizer, allenfalls durch die Architektur des Optimizers, kaum jedoch durch dessen Output. Sie sind also völlig austauschbar und übernehmen lediglich die konventionelle, auf der klassischen Kapitalmarkttheorie basierende Risikokonzeption und bauen den Beratungsteil darauf auf.

#### spn: Mit der Folge?

**Kohler:** Mit der Folge, dass man allenfalls von Risikofähigkeitsanalysen auf der Basis eines höchst fraglichen Risikoverständnisses bei hochgradiger Modellabhängigkeit sprechen kann, nicht aber von ALM-Studien.

#### spn: Der Schlüssel liegt also beim ALM-Management?

**Kohler:** So einfach ist es auch wieder nicht, denn das ALM-Konzept kommt vom Bankbilanzmanagement. Dieses hebt sich als Sachverhalt

Unabhängigkeit ist vermutlich der strapazierteste Begriff in der Branche. Der Hintergrund dafür ist eine völlig falsche Handhabung.

André Kohler

vor allem in den zu beachtenden Fristigkeiten, aber auch in der Art der Verpflichtungen fundamental von jenen einer Vorsorgeeinrichtung ab. Man muss das Konzept also sehr genau verstehen, um es nicht unzweckmässig auf die berufliche Vorsorge zu übertragen. Man kann sich sogar fragen, ob es überhaupt eine zweckmässige Übertragung geben kann.

#### spn: Unter welchen Kriterien ist eine Übertragung möglich?

**Kohler:** Typischer Dreh-, Angel- und Endpunkt der Asset-Liability-Analyse bei Pensionskassen ist die SAA. Das ist jedoch zu eng. Denn ALM ist ein umfassendes, strategi-

sches Bilanzmanagement und betrifft die Gesamteinheit des Geschäftsbetriebes. Das „M“ von ALM heisst eigentlich „Modeling“. Dass es schleichend zu „Management“ wurde, ist bezeichnend: Die Modellergebnisse werden, einmal erarbeitet, kaum mehr hinterfragt und viel zu unkritisch als Basis für das „Management“ benutzt. Man muss sich bewusst sein, dass die Mängel der Risikoquantifizierung, unter der die ganze Finanzindustrie leidet, auch im Bereich der Strategieberatung voll wirksam sind. Dies ist völlig unabhängig davon, wie „gut“ die Modellierung der Passivseite in einem ALM ist.

#### spn: Gibt es weitere Mängel?

**Kohler:** Ein weiterer, schwerer Mangel sind typischerweise inkohärente Inputs in Planung und Umsetzung. Aufgrund der verfehlten „maximalen Auftrennung“ durch „Spezialisierung“ und zur Vermeidung von „Interessenkonflikten“ werden Aktiv- und Passivseite eines Vorsorgewerkes regelmässig durch eine Vielzahl von Annahmen zu denselben makroökonomischen Grössen gesteuert, wo es eigentlich nur eine einzige geben dürfte. Die prognostische Selbstüberschätzung bei der Modellierung der Passivseite ist gerade bei der dynamischen ALM nahezu unbegreiflich.

Die derzeit gebräuchliche ALM-Konzeption hilft den Vorsorgewerken nicht in wünschenswerter Weise, den Destinatärsauftrag optimal

zu erfüllen. Daher sind Alternativen gefragt.

#### spn: Gehen die Verantwortlichen also falsch mit dem Thema ALM um?

**Kohler:** Wir beobachten vielfach, dass es als notwendiges, gesetzlich verankertes Übel gehandhabt wird, welches mit dem Kauf eines „periodischen Persilscheins“ beseitigt werden kann. Darum wird es auch so weit als möglich externalisiert. Der Aufbau von Wissen innerhalb der Organisation scheint nicht gefragt zu sein. Gedanklich kommt man so nicht über die mechanische Beobachtung von Deckungsgrad und Schwankungsreserve hinaus.

#### spn: Gibt es bei den Anlageberatern eine Vertrauenskrise wegen nicht erfüllter Diversifikationsprognosen in 2008?

**Kohler:** Dass die Diversifikations-„Erwartungen“ nicht eintrafen, darf niemanden verwundern, sind sie doch die Folge der fehlerhaften Risikokonzeption der ganzen Finanzbranche. Kern des Problems ist vielmehr die Fehlauffassung betreffend das Korrelationsverhalten von Zeitreihen. Man kann jetzt selbstverständlich auf die Anlageberater eindreschen, aber das bringt nicht viel. Sie sind nur ausführender Teil eines Systems, welches ihnen keine andere Wahl lässt, als „mitzuspielen“, wenn sie im Spiel der Mandatsträger der zweiten Säule bleiben wollen. Gegenstand der Krise des Vertrauens sollte demzufolge der verfehlt Glaube an defizitäre, finanztheoretische Konzeptionen sein, nicht eine Kaste nachgeordneter Funktionsträger.

#### spn: Wie unabhängig sind Consultants?

**Kohler:** Unabhängigkeit ist vermutlich der strapazierteste Begriff. Der Hintergrund dafür ist die völlig falsche Handhabung der Interessenkonflikt-Thematik. Dabei wird „Unabhängigkeit“ regelmässig mit „Desintegration der Dienstleistung“ gleichgesetzt.

#### spn: Okay, und welche Vorgehensweise wäre dann richtig?

**Kohler:** Der kontraproduktiven Überstrapazierung, also der Tendenz, in allem und jedem einen Interessenkonflikt zu sehen, auch wenn er unmöglich im Interesse des Angeprangernten sein kann, ist entgegenzutreten. Der Inkonsequenz, die darin besteht, neben kleinerer oder absurder Haarspalterei im eben erwähnten Sinne extreme und entsprechend lukrative Interessenkonflikte unadressiert bestehen zu lassen, sollte mehr Aufmerksamkeit zukommen. Schliesslich sollte dem Auftrennungs- und Spezialisierungswahn durch die weithin auf die Finanzbranche übertragene industrielle Logik der Güterproduktion und die Ignorierung systemischer Betrachtungsweisen eine Schranke gesetzt werden. So kann die oft entstehende, unkoordinierbare und äusserst kostspielige Gesamtsituation eines Vorsorgewerkes vermieden werden. Abhängigkeitsverhältnisse sind nicht a priori schlecht, wenn sie seriös in den Dienst des Kunden gestellt werden.

**spn: Sie fordern also?**

**Kohler:** Statt unreflektiert nach „Unabhängigkeit“ zu verlangen, sollte man die Lösung von Kundenproblemen und die Maximierung des Kundennutzens in den Vordergrund stellen.

**spn: So weit, so gut. Doch durchleben wir nicht gerade eine Finanzkrise ungeheuren Ausmasses, die die Renditen auch „ohne externes Zutun“ im längerfristigen Vergleich schmelzen lässt.**

**Kohler:** Nehmen Sie die aktuelle Kontroverse „Rentner leben auf Kosten der Aktiven“. Aktuell sind die Rentner wieder einmal unter Beschuss, weil sich „das System“ nicht zutraut, einen Kapitalertrag zu generieren, der sein Dasein rechtfertigen würde. In den 90er Jahren war es genau umgekehrt. Satte Gutschriften auf dem Alterskapital und grosszügige Beitragsferien standen zögerlichen oder ganz ausbleibenden Rentenverbesserungen gegenüber. Darüber wurde viel weniger diskutiert! Um diese – faire – Sichtweise der Dinge zu erlangen, müsste man einfach die stets gepredigte Langfrist-Optik auch leben. Der Ausgleich „zwischen den Generationen“ über die für die Vorsorge relevante Frist ist durchaus da.

Gesamthaft steckt in der Annahme betreffend Kapitalmarkterträge jedoch die übliche, kurzsichtige Überheblichkeit. Sie ist ein wesentlicher Grund für die aktuelle Misere, denn sie ist nicht nur Gedankenspiel, sondern hat über die Zeit stets die Dispositionen der zweiten Säule geprägt und die Ausnutzung der langfristigen Wertschöpfungsmöglichkeiten torpediert. Die gesammelten Opportunitätsverluste, verursacht durch die hier diskutierten Konzeptfehler, lassen sich nun nicht mehr vertuschen.

**spn: Was kreiben Sie an?**

**Kohler:** Nach systemischer Terminologie „kippt“ das System derzeit. Die Puffer sind verbraucht, Fehlentwicklungen können nicht mehr „folgenlos“ absorbiert werden. Das einzig wirklich Bedrohliche ist eingetreten: Substratmangel durch strukturelle Auszehrung, teilweise kombiniert mit taktischer Substratvernichtung. Die Lage ist eine eigentliche Bankrotterklärung der beruflichen Vorsorge.



*Von der Vorsorgeberatung und Finanzplanung über Risikomanagement und Investment Services bis zur Pensionskassenverwaltung – mit diesen Leistungen wirbt B+B Vorsorge auf ihrer Internetseite.*

**spn: Was bedeutet dies alles für die Destinatäre?**

**Kohler:** Die Botschaft für den Bürger ist folgende: Das System zweite Säule ist weder in der Lage, eine dem erzwungenen Konsumverzicht entsprechende Entschädigung in Form von Erträgen zu generieren, noch dem Destinatär die bereits enttäuschende Leistung mit einer akzeptablen Vorausssehbarkeit (ich sage weder „Sicherheit“ noch „Garantie“) zukommen zu lassen. Akzeptable Vorausssehbarkeit wäre, dass er sich wenigstens auf Spielregeln verlassen kann und nicht damit leben muss, dass, ob bei Aktiven oder Rentnern, jederzeit an jeder Stellschraube gedreht werden kann.

**spn: Sie sagen, man kann sich nicht auf die Spielregeln verlassen. Sind die Spielregeln also falsch und wird von fehlerhaften Grundlagen ausgegangen?**

**Kohler:** Es stimmt, unkritischer, unreflektierter oder uninformativer Umgang mit den Basisannahmen steht natürlich am Anfang aller Probleme. Darauf lassen sich lebbare, stabile „Spielregeln“ kaum aufbauen. Für sinnvolle Annahmen muss die Realität richtig erkannt und relevant sein. Eine falsch erkannte Realität ist zum Beispiel die Annahme stabiler Korrelationen zwischen Anlageklassen. Die darauf basierende Schwankungseigenschaft von Anlagen ist zudem für die Erreichung des Vorsorgezweckes regelmässig irrelevant.

Wird eine widerspruchsfreie Kette aus Annahmen und Argumenten autoritär genug vorgetragen, gehen wir bereitwillig ohne Überprüfung vom Zutreffen der Annahmen aus. Dieses verhaltensbiologisch begründete Phänomen ist sowohl für die Entstehung wie auch den Fortbestand der anschließend besprochenen Konzeptfehler massgebend.

#### spn: Gibt es weitere Fehler im Stellwerk?

**Kohler:** Sicher, so ordnet das Gesetz „Alter“, „Tod“ und „Invalidität“ als typengleiche „Versicherungsfälle“ und das Alterssparen somit als Versicherungsprodukt ein. Tatsächlich ist dieses aber ein flankierend vor den Auswirkungen der klassischen Versicherungsfälle „Tod“ und „Invalidität“ geschützter Kapitalbildungsprozess. Das gesamte Vorsorgesystem wird durch diese Weichenstellung entscheidend geprägt. Destinatäre, die mit Vollversicherungsprodukten leben müssen, erhalten eine nicht benötigte, schwach transparente Schwankungsarmut ihres Anlagekapitals, welche sie teuer mit einer anämischen Kapitalrendite bezahlen.

#### spn: Kritisieren Sie weitere Parameter?

**Kohler:** Ja, wie schon angetönt die Risikokonzeption. Der Nobelpreis war das Gütesiegel, welches die ungestörte, globale Positionierung der Modern Portfolio Theory (MPT) als Gral der Risikosteuerungsmethodik ermöglichte. Eine perfekte Konstellation unter Missachtung von Richtigkeit und Relevanz. Obwohl die irrümlichen Annahmen der MPT klar sind, erfolgt die Verwendung ihrer Konzepte mangels Alternativen weiterhin flächendeckend. Für die nahezu 600 Milliarden Franken der zweiten Säule wird das Risiko noch immer in einer stichtagsbezogenen, methodisch fragwürdig ermittelten Schwankungstoleranz geortet.

#### spn: Gehören die Risikomodelle auf den Prüfstand?

**Kohler:** Die Realität der Finanzmärkte hat mit der Markowitz'schen, in der klassischen Kapitalmarkttheorie verankerten Konzeption wenig zu tun. Trotzdem sind die Gesetzgebung, ihre Auslegung und die Praxis vollkommen auf die damit verbundenen Teilkonzepte ausgerichtet. Die Modelldominanz ist erdrückend. Die Praxis, die Vermögensanlage

auf der Basis dieses Konzeptes zu steuern, lässt sich mit der Begehung eines Minenfeldes anhand eines falsch gezeichneten Minenplanes vergleichen: Zufällig kann auch das falsche Dokument mit der Lage der Minen übereinstimmen.

#### spn: Mit der Konsequenz?

**Kohler:** Mit der Konsequenz, dass die Kombination von unrichtig erkannter, irrelevanter Risikorealität eine langfristig optimale Investition von Destinatärskapital in geeigneten Anlageklassen verhindert.

Markowitz hat sich wie ein „Trojaner“ im Zusammenhang mit der Beurteilung von Anlageportfolios und Strategien überall

festgesetzt. Die klassische Kapitalmarkttheorie steckt mit ihrem Optimierungsansatz wie ein Schmiermittel in praktisch jeder quantitativen Betrachtung.

#### spn: Gibt es noch andere Mängel?

**Kohler:** Anzumerken sind sicherlich auch die falsch abgekupferten Organisationsprinzipien. Ohne die MPT wäre die industrielle Bearbeitung der globalen Kapitalmilliarden („Markowitzsche Masse“) unmöglich. Die Verankerung der Realität besteht darin, detaillierte, replizierbare Prozesse, Arbeitsteilung, Spezialisierung, Erzielung von Skaleneffekten und Ähnliches mehr unbeschrieben aus den Fabrikhallen auf die hier relevanten Umstände zu übertragen. Finanzmarkerträge wie auch Verpflichtungen sind jedoch keine Konsum- oder Investitionsgüter, sondern die Kristallisation sozialer Vorgänge. Kein Wunder, gelingt es den Befürwortern industrieller Organisationsprinzipien im Vorsorgewesen doch nicht, die desintegriert mehr schlecht als recht erstellten Teilleistungen zu einem werthaltigen Ganzen zusammenzufügen.

#### spn: Wie steht es um die Verantwortlichen?

**Kohler:** Dass in den paritätisch gebildeten Stiftungsräten auch Laien sitzen, ist so bekannt wie die geltende Auffassung, dass das Milizprinzip ideal sei. Fachliche Laien mit be-

schränktem Zeitbudget tragen also die oberste Verantwortung für die Umsetzung der zweiten Säule. Verunsicherung bis hin zur Angststarre ist die Folge, wenn sich solche Teams den hier angesprochenen Problemen stellen müssen. Sie werden mit einer immer penetranteren Betonung der Eigenverantwortlichkeit und einer in Regulation und Auslegung omnipräsenten Aufforderung zum vorsichtigen Abwägen unter Druck gesetzt. Der in tendenziöser Interpretation zum hiesigen Massstab treuhändischer Pflichterfüllung

erhobene, angelsächsische Uniform Prudent Investor Act passt in dieses Bild.

Die zweite Säule ist derzeit ein angezählter Champion. Er hat nun die Möglichkeit, in sich zu gehen und sich mit harter Arbeit aus seiner Lage zu befreien.

André Kohler

spn: Wie sehen Sie die zweite Säule für die Zukunft ge-

#### rüstet?

**Kohler:** Die zweite Säule ist derzeit ein angezählter Champion. Seine temporäre Schwäche weist auf bisher vernachlässigte technische und konditionelle Mängel hin. Er hat nun die Möglichkeit, in sich zu gehen, auf den Rat seines Trainers zu hören und sich mit harter Arbeit aus seiner Lage zu befreien. Falls er weiterhin selbstzufrieden auf seinen Irrtümern beharrt, wird er sich immer spektakulärere K.o.-Niederlagen und schliesslich noch mehr irreversible Schäden einhandeln. Die Lage der Vorsorgewerke ist aber nicht uniform. Wo aufgrund einer unglücklichen Geschäftsführung oder übermächtiger struktureller Entwicklungen der Kapitalstock seriöserweise nicht mehr für die Erwirtschaftung der langfristig notwendigen Erträge ausreicht, muss Anlagesubstrat zugeführt oder Leistungen reduziert werden. Wo eine kluge Geschäftsführung die Ertragskraft des Deckungskapitals gewahrt hat, gibt es keinen Anlass für Befürchtungen. In diesem Sinne wird sich die Spreu immer mehr vom Weizen trennen, eine Konzentration durch freie Pensionskassenwahl wird sicher zum Thema werden. Keinesfalls kann sich das System den Luxus der hier erörterten kostspieligen Grundlagenirrtümer weiterhin leisten.

spn: Vielen Dank für das Gespräch.