

Anlagerichtlinien

Der «Prudent Investor» in der Schweiz

Die «Prudent Investor Rule» wird seit langem mit dem Schweizer Vorsorgesystem in Verbindung gebracht. International ist das Prinzip dominant. Warum hat es in der Schweiz einen so schweren Stand?

IN KÜRZE

Paradoxe Regulierung und ihre Grenzen: Warum der Prudent Investor für die Schweiz notwendig wäre – wir aber weit davon entfernt sind.

Die «Prudent Person» beziehungsweise der «Prudent Investor» beziehen sich auf das selbe internationale Rechtskonzept (siehe Definition im Kasten) das dank seiner Flexibilität allen alternativen Regulierungsformen des Anlageverhaltens von Vorsorgeeinrichtungen überlegen ist. Deshalb wird es zunehmend global angewendet.¹ Und in der Schweiz? Hier hat das Prinzip einen schweren Stand.

Im Grundsatz ist die Auseinandersetzung zwischen Prudent-Investor-Standard und Limiten seit der Verabschiedung der OECD-Richtlinien² zugunsten des Prudent Investor entschieden. Bekräftigt wird dies durch die Einführung des Prudent Investor für den EWR in Art. 19 der Pensionsrichtlinie 2016/2341 der EU.

Was soll in den Spielräumen gelten?

Limiten sind dann wirksam, wenn sie den Entscheidungsspielraum der Anleger effektiv eingrenzen. Angesichts der Vielzahl unterschiedlicher Anlegertypen gibt es aber eine grosse Zahl legitimer, nicht kongruenter Entscheidungsspielräume, deren Reduktion auf «one size fits all» zu suboptimalen Ergebnissen führen muss. Alternativ könnten Limiten so breit angelegt werden, dass sie die Entscheidungsspielräume nicht mehr begrenzen. Daraus folgt allerdings, dass innerhalb dieser grossen Spielräume Willkür herrschen würde,

was der Regulator so nicht beabsichtigen kann.

Es stellt sich somit die Frage nach dem Primat: Soll der Prudent-Investor-Standard als übergeordnete Norm gelten, die notfalls durch wenige, gut begründete Limiten einzuschränken wäre? Oder soll der Prudent Investor im Rahmen der Spielräume eines übergeordneten Limitenwesens angewendet werden?

Aus unserer Sicht ist das Primat des Prudent Investor der einzig sinnvolle Weg. Die Alternative der schweizerischen Anlagerichtlinien ist nach der Lehre von Friedrich August von Hayek (1899–1992) eine *Anmassung des Wissens*: Der Regulator bestimmt die optimale Anlagestrategie, die allerdings angesichts der realen Unsicherheit der Finanzmärkte jeder Grundlage entbehrt.³

Das Primat der Limiten

Im Zusammenhang mit BVV 2 heisst es oft, dass auch hierzulande der Prudent Investor gelte. Mit der Revision der BVV 2 vom 1. Januar 2009 etwa wurde laut Bundesamt für Sozialversicherung BSV «bewusst der Weg des Sowohl-als-auch beschritten».⁴ Allerdings ohne Rücksicht darauf, dass zwei in sich widersprüchliche Konzepte sogar im Land der Konkordanz nicht ohne Weiteres synthetisiert werden können.

Denn bei näherer Betrachtung gilt nach wie vor das Primat der Limiten.



Christian Dreyer
CEO of CFA Switzerland

¹ Arter, Oliver: Aspekte der Vermögensverwaltung für Trustvermögen; in: «Der Schweizer Treuhänder» 8/2005, S. 592 ff.

² OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management, Empfehlung des Rates, verabschiedet am 26. Januar 2006.

³ Hayek erhielt 1974 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften. Der liberale Ökonom warf Sozialingenieuren vor, eine Gesellschaft auf dem Reissbrett planen zu wollen.

⁴ Bundesamt für Sozialversicherungen: Mitteilungen über die berufliche Vorsorge Nr. 108, Bern 2008.

Das Argument ist schwach, wonach die Limiten gemäss Art. 50 Abs. 4 BVV 2 weg«erweitert» werden könnten. Denn die Aufsicht ist weiterhin befähigt, die Erweiterung gegebenenfalls rückgängig zu machen. Zudem hat die Vorsorgeeinrichtung einen freien Ermessensspielraum, ob sie die Erweiterung vornehmen will oder nicht. Das kann dazu führen, dass Erweiterungen nicht vorgenommen werden, obwohl sie im Interesse der Versicherten eigentlich geboten wären.

Um das Primat des Prudent Investor gültig zu etablieren, müsste die Einrichtung verpflichtet sein, regelmässig zu prüfen, ob Erweiterungen anlagepolitisch erforderlich sind. Erst wenn die Prüfung ergibt, dass Erweiterungen unnötig sind, dürfte sie darauf verzichten, das heisst im Rahmen der Limiten operieren.

Die Aufrechterhaltung des Primats der Limiten wird auch strukturell legitimiert. Von den 1782 Vorsorgeeinrichtungen per 2015 haben 92.3 Prozent eine Bilanzsumme kleiner als 1 Mrd. Franken.⁵ Solch kleine Einrichtungen erhielten dank der Limiten eine anlagepolitische Vorgabe, die sie selbständig nicht erarbeiten könnten. Diese strukturalistische Argumentation widerspricht jedoch den Zielen der beruflichen Vorsorge, ist diese doch den Destinatären verpflichtet und nicht den Institutionen der beruflichen Vorsorge.

Eine weitere wesentliche Differenz zum Prudent Investor besteht darin, dass weder im BVG noch in den Ausführungsbestimmungen die Prioritäten im Fall von Interessenkonflikten mit der wünschbaren Klarheit «einzig und allein im Interesse der Versorgungsanwärter und Leistungsempfänger» eindeutig festgeschrieben sind.

Fünf Erfolgsfaktoren für den Standard

Hat der Bundesrat bei der Revision der BVV 2 also eine Gelegenheit verpasst, das Primat des Prudent Investor einzuführen? Oder anders gefragt: Ist die Schweiz überhaupt reif für den Prudent Investor in der beruflichen Vorsorge?

Der britische Gelehrte Russel Galer hat fünf Faktoren identifiziert, die eine

erfolgreiche Umsetzung des Prudent-Investor-Standards unterstützen.⁶

1. Governance

Der Prudent Investor als Prozessnorm ist darauf angewiesen, dass die Vorsorgeeinrichtung die notwendigen Eigenschaften aufweist. Insbesondere braucht es geeignete und fachkundige Ressourcen, eine definierte Anlagepolitik sowie konsistente Vorstellungen über die Rollenverteilung externer Dienstleister.

2. Aktive Mitwirkung der Behörde in der Entwicklung

Es hat sich gezeigt, dass eine Führungsrolle von Aufsicht und Regulator für eine effiziente Interpretation und Weiterentwicklung des Regelwerks kritisch ist. Dazu gehört die Kompetenz, im Fall der Nichtbefolgung Sanktionen zu verhängen.

3. Überwachung, Berichterstattung, Offenlegung

Um die Anlagefähigkeit der Vorsorgeeinrichtung effektiv überwachen zu können, ist ein adäquates Berichtssystem unerlässlich, das zeitnahe, relevante Informationen liefert.

4. Die Rolle der Gerichte

In Abwesenheit klarer, eindeutig interpretierbarer Normen wie zum Beispiel Anlagelimiten kommen Expertengutachten im Verfahren eine wichtige Rolle zu. Dies könnte die Nachfrage nach Beratung und Benchmarking-Dienstleistungen verstärken.

5. Angemessenheit der Rechtsbehelfe

Angemessene, effektive Rechtsbehelfe gegen unzuweckmässige Anlageentscheide sind ein vorbeugend wirksamer Anreiz zur Einhaltung der Prudent-Investor-Normen.

Eine Frage der Reife

Es gibt gewichtige Anzeichen, dass die Voraussetzungen in der Schweiz heute als nicht gegeben betrachtet werden müssen. Ein gutes Beispiel hierfür ist die schwierige Datenlage in der beruflichen

Vorsorge. Die vorliegenden Datengrundlagen weisen eine Verzögerung von zwei Jahren auf und sind rudimentär, insbesondere im Vergleich mit dem vom britischen Pension Protection Fund jährlich herausgegebenen Purple Book. Dieses liefert jeweils im Dezember bereits aktuelle Daten des Jahrs. Auch die Geschwindigkeit der Rechtsprechung, gerade bei komplexen wirtschaftsrechtlichen Tatbeständen, lässt zu wünschen übrig. Schliesslich ist die föderalistisch strukturierte Aufsicht einer konsistenten Praxis nicht förderlich und ermöglicht sogar innerhalb des Schweizer Markts regulatorische Arbitrage.

Insofern ist der Ruf der Bankiervereinigung nach einem weiter aufgeweiteten Limitenrahmen vertretbar.⁷ Allerdings tatsächlich nur als Zwischenschritt im Hinblick auf die Einführung des Prudent Investors in Kombination mit einem Massnahmenpaket, das die erwähnten Defizite adressiert. Andernfalls wäre die erfolgreiche Transplantation dieses ausserhalb unserer Rechtsordnung gewachsenen Konzepts nicht gesichert. |

⁷ SwissBanking: Der 3. Beitragszahler der beruflichen Vorsorge – Impulse zur Optimierung, Basel 2017.

Definition

Die Prudent-Investor-Norm stellt eine Wahl dar zwischen der detaillierten Festlegung des Anlageverhaltens durch den Staat oder dessen autonomer Festlegung im Rahmen gewisser allgemeiner, aber dennoch justizialer Prozessnormen.

Im heutigem Verständnis enthält das Konzept des Prudent Investor folgende Kernelemente:

- Die Sorgfaltpflicht des Prudent-Investor-Standards ist anwendbar auf das gesamte Portfolio, nicht auf dessen einzelne Bestandteile.
- Der Zielkonflikt zwischen Risiko und Rendite ist die wichtigste Abwägung des Prudent Investor.
- Der Prudent Investor kann alle Arten von Anlageformen nutzen, die geeignet sind, das Risiko-Rendite-Ziel der Einrichtung zu erreichen. Es gibt keine spezifischen Einschränkungen.
- Das traditionelle Diversifikationsgebot ist Bestandteil des Standards.
- Delegation ist im Rahmen bestimmter Einschränkungen zulässig.

⁵ Bundesamt für Statistik: Die berufliche Vorsorge in der Schweiz 2015, Bern 2017.

⁶ Galer, Russell: «Prudent Person Rule» standard for the investment of pension fund assets; in: Financial Market Trends Nr. 83, S. 41–75, OECD 2002.

Directives de placement

Le «Prudent Investor» en Suisse

On discute depuis longtemps de la règle de l'investisseur prudent (prudent investor rule) dans le contexte du système de prévoyance suisse. Largement établie au niveau international, elle peine à s'imposer en Suisse. Mais pourquoi?

EN BREF

Une réglementation paradoxale et ses limites: les raisons pour lesquelles la Suisse a besoin de la règle de l'investisseur prudent – et en est pourtant encore très loin.

La «prudent person» et le «prudent investor» font référence à un même concept de droit international (voir définition dans l'encadré) dont la flexibilité explique qu'il ait pris la préséance sur toute autre forme de réglementation du comportement de placement des institutions de prévoyance, au point que son application se globalise peu à peu.¹ Et en Suisse? Le principe a du mal à s'établir.

Au fond, la règle de l'investisseur prudent s'est imposée face aux limites le jour-même où les directives de l'OCDE² ont été adoptées. L'adoption de l'investisseur prudent pour l'EEE est d'ailleurs corroborée par l'intégration de ce principe dans l'art. 19 de la directive sur les fonds de pension 2016/2341 de l'UE.

La question qui se pose est donc celle de la prépondérance. Est-ce la règle de l'investisseur prudent qui doit primer, avec juste quelques limites bien motivées si nécessaire? Ou est-ce que l'investisseur prudent doit être appliqué dans le cadre d'un système de limites qui a la préséance?

De notre point de vue, la voie de l'investisseur prudent est la seule raisonnable. L'alternative que représentent les directives de placement suisses est, au sens de la doctrine de Friedrich August von Hayek (1899–1992), une arrogance du savoir: le régulateur décide de la stratégie de placement optimale qui est toutefois dépourvue de tout fondement vu l'insécurité réelle des marchés financiers.³

Définition

La règle de l'investisseur prudent offre un choix entre un comportement de placement minutieusement prescrit par l'Etat ou une mise en place autonome dans le cadre de certaines normes procédurales générales, mais néanmoins justiciables.

Tel que compris aujourd'hui, le concept de l'investisseur prudent comporte les éléments-clés suivants:

- Le devoir de diligence prôné par la norme de l'investisseur prudent s'applique au portefeuille dans son ensemble et non à ses éléments individuels.
- La pondération du risque et du rendement, deux objectifs contradictoires, est la décision la plus importante à prendre par l'investisseur prudent.
- L'investisseur prudent peut recourir à toutes les formes de placement aptes à atteindre l'objectif de risque-rendement de l'institution. Il n'existe pas de limitations spécifiques.
- La norme intègre l'obligation de diversification traditionnelle.
- La délégation est admissible dans le cadre de certaines limites.

Quelles règles appliquer à l'intérieur des marges de manœuvre?

Les limites sont efficaces lorsqu'elles restreignent effectivement la marge décisionnelle de l'investisseur. Mais comme les investisseurs forment un univers pluriel, cet univers est marqué par l'existence tout à fait légitime de marges décisionnelles fortement divergentes et non congruentes. Leur réduction à une «taille unique pour tous» n'offrirait donc forcément pas la réponse idéale. L'alternative consisterait à définir des limites tellement larges qu'elles ne restreindraient plus les marges décisionnelles. Mais ce serait tolérer l'arbitraire au sein de ces vastes marges de manœuvre, et le régulateur ne peut vouloir cela.

La primauté des limites

On entend souvent dire, dans le contexte de l'OPP 2, que la règle de l'investisseur prudent fait également foi dans notre pays. Ainsi, l'Office fédéral des assurances sociales OFAS affirmait après la révision de l'OPP 2 du 1^{er} janvier 2009 que l'on avait délibérément choisi la voie de «l'un et l'autre».⁴ Mais c'était nier une évidence: même dans le pays de la concordance, on arrive difficilement à concilier deux concepts contradictoires en soi.

En y regardant de plus près il s'avère en effet qu'en réalité, les limites ont toujours la priorité. Et l'argument que

¹ Arter, Oliver: Aspekte der Vermögensverwaltung für Trustvermögen; in: «L'expert-comptable suisse» 8/2005, p. 592 ss.

² OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management, recommandation du Conseil, adoptée le 26 janvier 2006.

³ Hayek a obtenu le Prix Nobel d'économie en 1974. L'économiste libéral reprochait aux ingénieurs sociaux de vouloir planifier une société sur la planche à dessin.

⁴ Office fédéral des assurances sociales: Bulletin de la prévoyance no 108, Berne 2008.

l'art. 50 al. 4 OPP 2 permet «d'étendre» ces limites est trop futile pour prouver le contraire. Car la surveillance garde la compétence de révoquer l'extension si bon lui semble. En plus, l'institution décide à sa libre guise si elle veut étendre ou non. Elle peut donc renoncer à une extension même si elle serait de mise dans l'intérêt des assurés.

Afin que la règle de l'investisseur prudent puisse définitivement prendre la préséance, il faudrait qu'une institution soit tenue de vérifier régulièrement si des extensions sont nécessaires dans le cadre de sa politique de placement. Et elle pourrait seulement y renoncer et opérer dans le cadre des limites lorsqu'il aurait été établi que de telles extensions ne sont pas nécessaires.

L'argument structurel est également avancé pour légitimer le maintien des limites. Sur les 1782 institutions de prévoyance recensées en 2015, 92,3% affichaient une somme inférieure à 1 mia. de francs à leur bilan.⁵ Pour des institutions de si petite taille, nous dit-on, les limites représentent une référence en matière de politique de placement qu'elles seraient incapables d'élaborer par leurs propres moyens. Cette argumentation qui vise à conserver les structures en place est toutefois incompatible avec les objectifs de la prévoyance professionnelle qui doit servir les destinataires et non les institutions de la prévoyance professionnelle.

Une autre différence essentielle par rapport à la règle de l'investisseur prudent, c'est que ni la LPP, ni les dispositions d'exécution ne définissent sans équivoque les priorités en cas de conflits d'intérêts en stipulant avec la clarté souhaitée qu'il faudra agir «dans le seul et unique intérêt des ayants droit à la prévoyance et des bénéficiaires de prestations».

Cinq facteurs nécessaires au succès de la norme

Est-ce à dire que le Conseil fédéral a manqué une occasion lorsqu'il n'a pas introduit la primauté de l'investisseur prudent au moment de la révision de l'OPP 2? Posons la question autrement. Est-ce que la Suisse est mûre pour l'in-

vestisseur prudent dans la prévoyance professionnelle?

Le savant britannique Russel Galer a identifié cinq facteurs qui favorisent une mise en œuvre réussie de la norme de l'investisseur prudent.⁶

1. *Governance*

Pour que l'investisseur prudent puisse fonctionner en tant que norme procédurale, l'institution de prévoyance doit satisfaire à certains critères. Il faut en particulier des ressources appropriées et expertes, une politique de placement définie, ainsi que des idées consistantes sur l'attribution des rôles de prestataires externes.

2. *Participation active des autorités à l'évolution*

Il s'est avéré que lorsque la surveillance et le régulateur jouent un rôle dirigeant, cela gêne l'interprétation efficace et l'évolution du dispositif réglementaire. La compétence de prononcer des sanctions en cas de non-respect en fait partie.

3. *Surveillance, reporting, information ouverte*

Afin que l'activité de placement d'une institution de prévoyance puisse être surveillée de manière effective, celle-ci doit impérativement disposer d'un système de compte rendu adéquat fournissant des informations pertinentes dans un délai utile.

4. *Le rôle des tribunaux*

A défaut de normes claires pouvant être interprétées sans équivoque, telles que les limites de placement, un rôle important est dévolu aux expertises des spécialistes en cours de procédure. Cela pourrait stimuler la demande de conseils et de services de benchmarking.

5. *Appropriation des voies de recours*

Des voies de recours appropriées et efficaces contre les décisions de placement inaptes constituent une incitation préventive à respecter les normes de l'investisseur prudent.

Une question de maturité

La Suisse n'est manifestement pas encore mûre pour la règle de l'investisseur prudent. Il y a par exemple la difficile situation des données sur la prévoyance professionnelle. Actuellement, les données fondamentales sont disponibles avec un décalage de deux ans et elles sont rudimentaires, surtout en comparaison avec le Purple Book publié par le Pension Protection Fund britannique. Cette publication fournit dès le mois de décembre des données sur l'année courante. La vitesse de la jurisprudence laisse aussi à désirer, surtout dans les situations économiques complexes. Enfin, la surveillance à structure fédéraliste ne favorise pas une pratique constante et permet des arbitrages réglementaires même à l'intérieur du marché suisse.

De ce point de vue-là, on peut souscrire à la demande de l'Association des banquiers qui souhaitent assouplir encore davantage le cadre des limites,⁷ mais seulement s'il s'agit d'une étape intermédiaire sur la voie de l'introduction de la règle de l'investisseur prudent en combinaison avec un train de mesures visant à éliminer les lacunes précitées. Car sinon, il n'est pas sûr que la transplantation de ce concept qui est né en dehors de notre ordre juridique puisse réussir. |

Christian Dreyer

⁵ Office fédéral de la statistique: la prévoyance professionnelle en Suisse en 2015, Berne 2017.

⁶ Galer, Russell: «Prudent Person Rule» standard for the investment of pension fund assets; in: Financial Market Trends no 83, p. 41–75, OCDE 2002.

⁷ SwissBanking: le 3^e cotisant de la prévoyance professionnelle – Optimisations pour la prévoyance professionnelle, Bâle 2017.