



**St.Galler Pensionskasse**  
**Prüfung Anlagerichtlinien der Einanlegerfonds**

St. Gallen, 17. März 2020

Dr. Georg Heinrich  
Dominic Gutknecht

# Agenda

---

## Zusammenfassung

Vorgehen

Aus Prüfung hervorgegangene Punkte

(A) Punkte zur Überprüfung und Bestätigung

(B) Weitere Punkte zur Vollständigkeit (nicht materiell)

Anhang

# Zusammenfassung (I/II)

- > Die Algofin AG hat das Vertragswerk der Eianlegerfonds (Gallus Fonds) – bestehend aus Rahmenvereinbarung, Fondsvertrag und Internal Investment Guidelines – und die darin definierten Anlagerichtlinien inhaltlich analysiert.
- > Dabei hat die Algofin AG die Anlagerichtlinien mit den Richtlinien des Anlagereglements der St.Galler Pensionskasse abgeglichen und auf Übereinstimmung sowie mögliche Abweichungen geprüft.
- > Bei der inhaltliche Prüfung (keine Rechts- oder Steuerprüfung) sind wir zusammenfassend zu folgenden Schlussfolgerungen gekommen:
  - Der mögliche **Handlungsspielraum innerhalb der Gallus Fonds** wird **durch die Anlagerichtlinien vorgegeben** und gemäss diesen Vorgaben begrenzt.
  - Aus dem Abgleich zwischen den Anlagerichtlinien und den im Anlagereglement definierten Richtlinien sind **keine fundamentalen Abweichungen** hervorgegangen.
  - Naturgemäss sind die Anlagerichtlinien der Anlagegefässe (Gallus Fonds) anlagespezifisch und detaillierter als die allgemeinen Richtlinien des Anlagereglements.
  - Im Grundsatz stimmen die Anlagerichtlinien der Gallus Fonds mit den Vorgaben durch die Richtlinien des Anlagereglements überein. **Einige kleine Themen**, die uns bei der Prüfung aufgefallen sind, **fassen wir auf der folgenden Seite zusammen**.

# Zusammenfassung (II/II)

- > **Folgende kleinere Themen** sind uns bei der Prüfung **aufgefallen**. Diese Themen können sich aus praktischen Überlegungen in Bezug auf die Umsetzung ergeben (z.B. Anlageuniversum, Liquidität etc.)
- > **(A) Folgenden Punkt** würden wir vorschlagen **kurz zu überprüfen** und nochmals zu bestätigen (Ratingthemen betreffend Investment Grade vs. Non-Investment Grade):
  - Erlaubtes minimales Rating von Obligationen im Zeitpunkt des Erwerbs (Gallus Fremdwährungsobligationen und Unternehmensanleihen)
  - Durchschnittsrating beim Einsatz von breit diversifizierten Kollektivanlagen (Gallus Obligationen CHF und Obligationen CHF Mid-Term)
- > **(B) Weitere Punkte** merken wir **zur Vollständigkeit** dieser Dokumentation an. Diese sind aus unsere Sicht aber **nicht materiell** und es **besteht kein unmittelbarer Diskussionsbedarf**. Dazu gehört:
  - Explizite Berücksichtigung des erlaubten Mindestratings («A») bei ausserbörslichen Derivaten
  - Frist zum Abverkauf beim Unterschreiten des Mindestratings
  - Massgebende Ratingagentur / «Third Party Rating»-Anbieter
  - Explizite Regelung zur Berücksichtigung von Asset Backed Securities als alternative Anlage
  - Kommentar zu Derivaten in Bezug auf die Gallus Aktien-Fonds und den BVV 2 Richtlinien

# Agenda

---

Zusammenfassung

**Vorgehen**

Aus Prüfung hervorgegangene Punkte

(A) Punkte zur Überprüfung und Bestätigung

(B) Weitere Punkte zur Vollständigkeit (nicht materiell)

Anhang

# Vorgehen

## Beschreibung Vorgehensweise

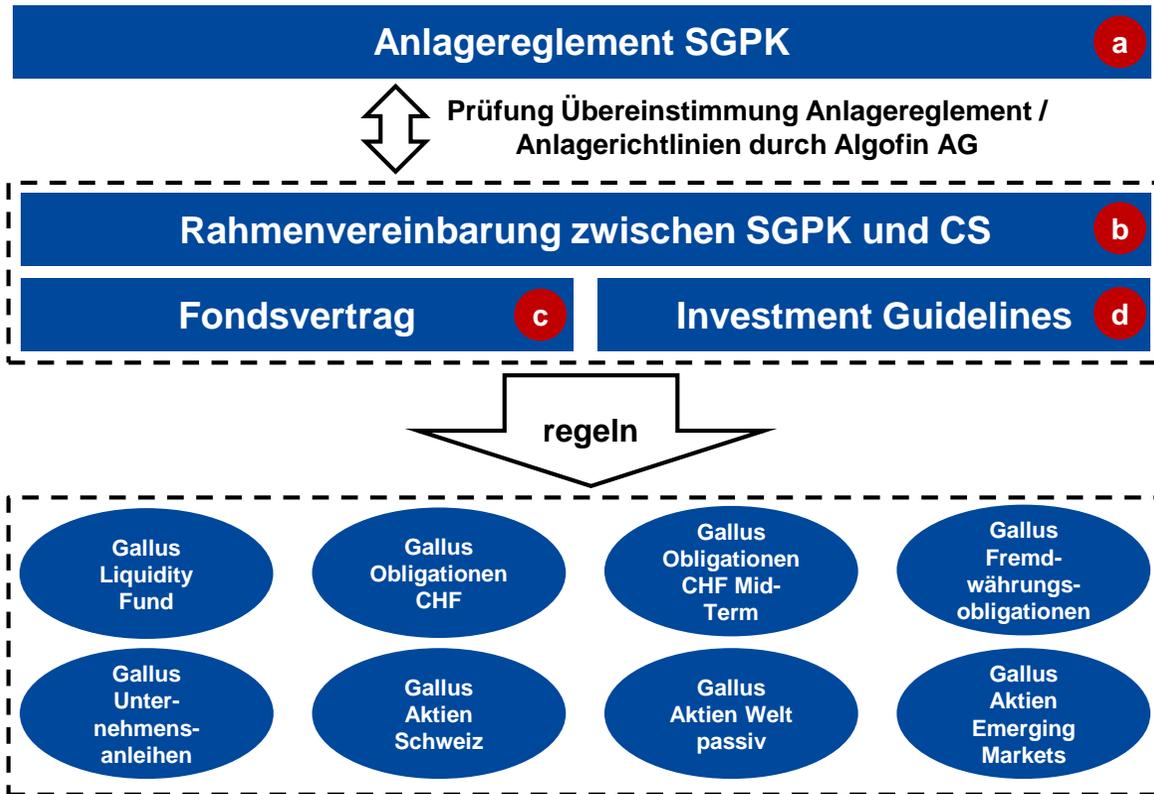
---

- > Die AlgoFin AG hat die für die Gallus Fonds geltenden Anlagerichtlinien analysiert und mit den Richtlinien gemäss Anlagereglement der St.Galler Pensionskasse abgeglichen.
- > Für die Prüfung wurden folgende Dokumente verwendet (siehe auch Übersicht auf nächster Seite):
  - a) Anlagereglement der St.Galler Pensionskasse
  - b) Rahmenvereinbarung zwischen St.Galler Pensionskasse und Credit Suisse inkl. 5 Anhänge
  - c) Umbrella-Fondsvertrag geltend für Gallus Fonds
  - d) Internal Investment Guidelines (je Gallus Fonds ein separates Dokument)
- > In einem ersten Schritt wurden alle unter a) definierten und für die Gallus Fonds relevanten Anlagerichtlinien herausgearbeitet und kategorisiert.
- > Die daraus hervorgegangene Kategorien wurden mit den unter b) – c) definierten Richtlinien für die Gallus Fonds abgeglichen.
- > Die Struktur der vorgenommenen Auswertung und Beurteilung wurde in einem Excel-Dokument dokumentiert.

# Vorgehen

## Übersicht Vertragswerk und Prüfung Algofin AG

### Übersicht Vertragswerk und Prüfung Algofin



### In Prüfung verwendete Dokumente

# Agenda

---

Zusammenfassung

Vorgehen

**Aus Prüfung hervorgegangene Punkte**

(A) Punkte zur Überprüfung und Bestätigung

(B) Weitere Punkte zur Vollständigkeit (nicht materiell)

Anhang

# Grundsätzliches Ergebnis unserer Prüfung:

## Keine fundamentalen Abweichungen festgestellt

- > Aus dem Abgleich zwischen den Anlagerichtlinien und den im Anlagereglement definierten Richtlinien sind **keine fundamentalen Abweichungen** hervorgegangen.
- > Der mögliche **Handlungsspielraum innerhalb der Gallus Fonds** wird **durch die Anlagerichtlinien vorgegeben** und gemäss diesen Vorgaben begrenzt.
- > Naturgemäss sind die Anlagerichtlinien der Anlagegefässe (Gallus Fonds) anlagespezifisch und detaillierter als die allgemeinen Richtlinien des Anlagereglements.
- > **Einige kleinere Themen**, die uns bei der Prüfung aufgefallen sind, möchten wir im Folgenden dennoch angeben. Dabei unterscheiden wir in zwei Kategorien:
  - (A) **Punkte**, die wir **vorschlagen kurz zu überprüfen** und nochmals zu bestätigen
  - (B) **Punkte**, die wir **zur Vollständigkeit** dieser Dokumentation anmerken, die **aus unsere Sicht** aber **nicht materiell** sind, d.h. es besteht kein unmittelbarer Diskussionsbedarf.
- > Grundsätzlich können sich kleine Abweichungen z.B. aus praktischen Überlegungen in Bezug auf die Umsetzung ergeben (z.B. Anlageuniversum, Liquidität etc.)

# Agenda

---

Zusammenfassung

Vorgehen

**Aus Prüfung hervorgegangene Punkte**

**(A) Punkte zur Überprüfung und Bestätigung**

(B) Weitere Punkte zur Vollständigkeit (nicht materiell)

Anhang

# Themen zur Überprüfung

## Minimales Rating von Obligationen im Zeitpunkt des Erwerbs

### Gallus Fremdwährungsobligationen und Unternehmensanleihen

- > Gemäss Artikel 25.2 des Anlagereglements muss der Schuldner «*Im Zeitpunkt des Erwerbs einer Obligation (...) über ein Rating von mindestens «BBB-» verfügen.*».
- > In den Internal Investment Guidelines wird hingegen festgehalten, dass für Obligationen ein Mindest-rating von «BB-» gilt (generell Angabe, d.h. unabhängig vom Zeitpunkt des Erwerbs).
- > Im Fondsvertrag wird zudem festgehalten, dass mindestens 90% der gehaltenen Forderungswert-papiere und -wertrechte beim Kauf ein Rating von mindestens «BBB-» aufweisen.

### Einschätzung Algofin AG

- > Die im Anlagereglement definierte Restriktion bzgl. dem Mindestrating von Obligationen im Zeitpunkt des Erwerbs (untere Limite «BBB-») ist strikter als die im Fondsvertrag bzw. den Internal Investment Guidelines definierten Anlagerichtlinien.
- > Wir würden vorschlagen diesen Punkt noch einmal zu überprüfen.
- > Sofern streng die im Anlagereglement definierte untere Limite berücksichtigt werden sollen, käme eine Anpassung der Anlagerichtlinien in den Internal Investment Guidelines in Frage.

# Themen zur Überprüfung

## Durchschnittsrating bei breit diversifizierten Kollektivanlagen

### Gallus Obligationen CHF und Obligationen CHF Mid-Term

- > Gemäss Artikel 24.3 des Anlagereglements darf, nebst Obligationen, Notes, etc., «... *auch in breit diversifizierte Kollektivanlagen investiert werden, welche ein Teilvermögen in Anleihen mit einem tieferen Rating als BBB- investieren. Das Durchschnittsrating muss mindestens BBB betragen.*».
- > In den Anlagerichtlinien wird keine Vorgabe bzgl. einem minimalen Durchschnittsrating erwähnt.
- > Aus der Formulierung Artikel 24.3 geht für uns zudem nicht völlig eindeutig hervor, ob sich die Vorgabe bzgl. dem minimalen Durchschnittsrating von «BBB» auf die gesamten Gallus Fonds oder auf die Kollektivanlagen bezieht.

### Einschätzung Algofin AG

- > Wir empfehlen die Berücksichtigung des minimalen Durchschnittsratings gemäss Anlagereglement in den Anlagerichtlinien noch einmal zu überprüfen.
- > Zudem könnte man bei einer Revision des Anlagereglements Artikel 24.3 umformulieren, so dass eindeutig das Durchschnittsrating der Kollektivanlage gemeint ist (der Gallus-Fonds hat gemäss Benchmark insbesamt natürlich ein deutlich höheres Rating)

# Agenda

---

Zusammenfassung

Vorgehen

**Aus Prüfung hervorgegangene Punkte**

(A) Punkte zur Überprüfung und Bestätigung

**(B) Weitere Punkte zur Vollständigkeit (nicht materiell)**

Anhang

# Weitere Punkte zur Vollständigkeit (nicht materiell)

## Explizite Berücksichtigung des Mindestratings («A») bei Derivaten

### Alle Gallus Fonds, bei denen der Einsatz von Derivaten erlaubt ist

- > Gemäss Artikel 32.1 des Anlagereglements sind «*Ausserbörsliche Derivatgeschäfte (...) dann zugelassen, wenn die Bonität des Emittenten bzw. der Gegenpartei einwandfrei (mindestens ein Rating A) ist.*».
- > Im Fondsvertrag wird zwar festgehalten, dass OTC-Geschäfte nur mit beaufsichtigten Finanzintermediären mit hoher Bonität abgeschlossen werden dürfen, es fehlt jedoch eine explizite Definition, dass ein Mindestrating von «A» erforderlich ist.

### Einschätzung Algofin AG

- > Die im Fondvertrag definierten Richtlinien sind sehr strikt, so dürfen OTC-Geschäfte ausschliesslich mit beaufsichtigten Finanzintermediären abgeschlossen werden, welche auf diese Geschäftsarten spezialisiert sind und gleichzeitig eine hohe Bonität aufweisen.
- > Die explizite Definition eines Mindestratings («A») für die Emittenten / Gegenparteien ist aus unserer Sicht daher nicht unbedingt notwendig, sofern man die allgemeinere Formulierung einer «hohen» Bonität als ausreichend erachtet.

# Weitere Punkte zur Vollständigkeit (nicht materiell)

## Frist zum Abverkauf beim Unterschreiten des Mindestratings

### Alle obligationenartigen Gallus Fonds

- > Sobald das Rating eines Schuldners nach Erwerb unter das minimal erlaubte Rating sinkt, müssen gemäss Artikel 24.2 bzw. 25.2 des Anlagereglements «... *die Titel unter Beachtung der finanziellen Interessen der sgpk...*» verkauft werden.
- > Die Internal Investment Guidelines weichen von dieser Formulierung leicht ab, indem explizit definiert wird, dass Titel im Fall einer Unterschreitung des Mindestratings innerhalb von 6 Monaten (Obligationen\*), 3 Monaten (Asset Backed Securities\*\*) bzw. 1 Monat (Money Market Instruments) verkauft werden müssen.

### Einschätzung Algotin AG

- > Die in den Internal Investment Guidelines definierten Anlagerichtlinien sind mit der vorgegebenen Frist expliziter als die gemäss Anlagereglement festgehaltenen Richtlinien.
- > Aus unserer Sicht ist die «Beachtung der finanziellen Interessen» über explizit definierte Fristen in die Anlagerichtlinien eingegangen. Sofern weitere Interessen berücksichtigt werden sollen wären diese zu definieren.

\* Für den Gallus Unternehmensanleihen gilt bei Obligationen eine Frist von 3 Monaten

\*\* Beim Gallus Fonds Fremdwährungsobligationen und Unternehmensanleihen wird für ABS keine Frist definiert, da diese grundsätzlich nicht eingesetzt werden dürfen

# Weitere Punkte zur Vollständigkeit (nicht materiell)

## Massgebende Ratingagentur / «Third Party Rating»-Anbieter

### Gallus Obligationen CHF und Obligationen CHF Mid-Term

- > Gemäss Artikel 24.2 des Anlagereglements müssen die Schuldner einer Obligation «*Im Zeitpunkt des Erwerbs (...) über ein Rating von mindestens «BBB-» (Investment Grade) verfügen. Massgebend ist dabei die Einschätzung der Ratingfirma Independent Credit View (I-CV). Falls kein Rating von I-CV vorliegt, gilt das tiefste Rating der übrigen Institute (Credit Suisse, Fedafin, Fitch, Moody's, Standard & Poors, UBS, ZKB).*»
- > Während das Mindestrating in den Internal Investment Guidelines explizit definiert wird (für Obligationen mind. «BBB-»), geht hingegen nicht hervor, dass die Einschätzung der Ratingfirma Independent Credit View gegenüber den anderen Ratingfirmen vorgezogen werden sollte.
- > Im Gegenteil: Gemäss Internal Investment Guidelines werden die drei grossen Anbieter (Standard & Poors, Moody's und Fitch) fokussiert. Der Anteil an Obligationen, welche ausschliesslich von sogenannten «Third Party Rating»-Anbietern (alle Ratingfirmen ausser Standard & Poors, Moody's oder Fitch) stammen, wird explizit auf maximal 70% des Teilvermögens limitiert.

### Einschätzung Algotin AG

- > Insgesamt ist die Abweichung aus unserer Sicht als nicht materiell einzustufen, da die Berücksichtigung eines Ratings einer anerkannten Ratingfirma gewährleistet ist. Soll besonderer Wert auf das Rating durch Independent Credit View gelegt werden, wären die Richtlinien ggf. zu diskutieren.

# Weitere Punkte zur Vollständigkeit (nicht materiell)

## Explizite Regelung zum Ausweis ABS als alternative Anlage

### Gallus Liquidity Fund, Obligationen CHF und Obligationen CHF Mid-Term

- > Im Anlagereglement werden Asset Backed Securities nicht erwähnt. Diese sind aber implizit Teil des verwendeten Benchmarks.
- > Gemäss Fondsvertrag und Internal Investment Guidelines sind Investitionen in Asset Backed Securities erlaubt.
- > Gemäss Artikel 53, Absatz 3b, BVV 2 gelten Asset Backed Securities als alternative Anlagen.

### Einschätzung Algofin AG

- > Grundsätzlich besteht aufgrund des gemäss Anlagereglements definierten Benchmarks keine Abweichung zu den Fondsverträgen und Guidelines (Asset Backed Securities sind investierbar).
- > Gemäss BVV 2 müssen Asset Backed Securities als alternative Anlagen deklariert werden. Ein separater Ausweis der ABS als alternative Anlagen ist in der Vergangenheit auch erfolgt (aktuell keine Investitionen in ABS)
- > Generell haben wir neben den diverser Regelungen zu ABS aber keine explizite Regelung bzgl. dieses separaten Ausweises als alternative Anlage (BVV 2) in den Fondsverträgen bzw. den Internal Investment Guidelines gesehen.
- > Eine entsprechende Regelung könnte explizit aufgenommen werden. In der Vergangenheit wurde der Ausweis aber auch ohne eine von uns gefundene explizite Regelung vorgenommen.

# Weitere Punkte zur Vollständigkeit (nicht materiell)

## Kommentar zu Derivaten in Bezug auf BVV 2 Richtlinien (I/III)

- > Gemäss Artikel 32.1 des Anlagereglements dürfen Derivate *«... im Einklang mit den Bestimmungen von Artikel 56a BVV 2 (...) zu Absicherungszwecken und zur effizienten Umsetzung der Anlagestrategie eingesetzt werden.»*.
- > Auszug BVV 2 Bestimmungen zu Derivaten (Artikel 56a BVV 2):
  - *Die Vorsorgeeinrichtung darf nur derivative Finanzinstrumente einsetzen, die von Anlagen nach Artikel 53 abgeleitet sind.*
  - *Der Bonität der Gegenpartei und der Handelbarkeit ist entsprechend der Besonderheit des eingesetzten Derivats Rechnung zu tragen.*
  - *Sämtliche Verpflichtungen, die sich für die Vorsorgeeinrichtung aus derivativen Finanzgeschäften ergeben oder sich im Zeitpunkt der Ausübung des Rechtes ergeben können, müssen gedeckt sein.*
  - *Der Einsatz derivativer Finanzinstrumente darf auf das Gesamtvermögen keine Hebelwirkung ausüben.*
  - *Die Begrenzungen nach den Artikeln 54, 54a, 54b und 55 sind unter Einbezug der derivativen Finanzinstrumente einzuhalten.*
  - *Für die Einhaltung der Deckungspflicht und der Begrenzungen sind die Verpflichtungen massgebend, die sich für die Vorsorgeeinrichtung aus den derivativen Finanzinstrumenten bei Wandlung in die Basisanlage im extremsten Fall ergeben können.*
  - *In der Jahresrechnung müssen alle laufenden derivativen Finanzinstrumente vollumfänglich dargestellt werden.*

# Weitere Punkte zur Vollständigkeit (nicht materiell)

## Kommentar zu Derivaten in Bezug auf BVV 2 Richtlinien (II/III)

---

### Obligationsartige Gallus Fonds

- > Bei den obligationenartigen Gallus Fonds werden Derivate entweder ausgeschlossen oder deren Verwendung stark eingeschränkt (d.h. ausschliessliche Verwendung im Rahmen der Währungsabsicherung erlaubt).

### Gallus Aktien Schweiz, Aktien Welt passiv und Aktien Emerging Markets

- > Bei den Aktien Gallus Fonds ist hingegen ein breiterer Verwendungszweck erlaubt. So dürfen Index Futures sowie Call- und Put Optionen auf einzelne Aktien bzw. Indizes eingesetzt werden.
- > Die in den Internal Investment Guidelines festgehaltenen Richtlinien bzgl. der Verwendung von Derivaten in den Aktien Gallus Fonds sind detailliert definiert. Als Underlying sind fast ausschliesslich Aktien des Benchmarks bzw. der Benchmark an sich erlaubt. Zudem müssen Short-Positionen mit dem Basiswert bzw. Long-Positionen mit hochliquiden Assets gedeckt sein.

### Einschätzung Algofin AG

- > Bei einer Umsetzung der definierten Anlagerichtlinien werden aus unserer Sicht die gemäss Anlagereglement referenzierten Bestimmungen aus Artikel 56a BVV 2 eingehalten (siehe folgende Seite).
- > Eine explizite Referenz auf Artikel 56a BVV 2 findet sich jedoch nicht.

# Weitere Punkte zur Vollständigkeit (nicht materiell)

## Kommentar zu Derivaten in Bezug auf BVV 2 Richtlinien (III/III)

### Beispiel Detailregelungen Investment Guidelines (Gallus Aktien Schweiz)

#### Guidelines Derivatives:

<ul style="list-style-type: none"> <li>Exchange traded UCITS eligible (cf. "Appendix - Glossary") equity index futures</li> <li>Exchange traded standard call &amp; put options on single stocks and UCITS eligible (cf. "Appendix - Glossary") equity indices on Swiss companies which are part of the Benchmark</li> </ul>
The Fund may not actively invest in rights and warrants. The Fund Manager shall seek to sell or exchange passively received rights and warrants as soon as possible in the best interest of the Fund.
cf. "Market Risk Profile" and "Appendix - Glossary" for coverage requirements, derivatives exposure, OTC counterparties and other requirements

#### Guidelines Leverage:

Commitment I (cf. sales prospectus). No leverage.	
No Long/Short positions with the aim to achieve a return – Global Exposure calculation taking into account Hedging	
Coverage requirements for derivatives see below entries starting with an asterisk (*)	
* commitments due to equity derivatives corresponding to a long position must be covered by Highly Liquid Assets (cf. sales prospectus)	
* commitments due to equity derivatives corresponding to a short position must be covered by the underlying or fulfil the criteria for Beta Hedging (cf. sales prospectus)	
No short selling of Securities or Money Market Instruments (cf. sales prospectus)	
No borrowing for investment purposes; Maximum borrowing due to value date differences (cf. sales prospectus)	10%

- > Gemäss Anlagereglement dürfen Derivate im Einklang mit den Bestimmungen von Artikel 56a BVV 2 zu Absicherungszwecken und zur effizienten Umsetzung der Anlagestrategie eingesetzt werden.
- > Inhaltlich erachten wir die in den Internal Investment Guidelines definierten Anlagerichtlinien bzgl. dem Einsatz von Derivaten als verhältnismässig.
- > Bei einer Umsetzung der definierten Anlagerichtlinien werden aus unserer Sicht die Bestimmungen gemäss Artikel 56a BVV 2 eingehalten.
- > Bei Bedarf könnte eine Referenz auf Artikel 56a BVV 2 in den Verträgen angefragt werden oder eine formaljuristische Aussage dazu von der Fondsleitung eingeholt werden.

# Agenda

---

Zusammenfassung

Vorgehen

Aus Prüfung hervorgegangene Punkte

(A) Punkte zur Überprüfung und Bestätigung

(B) Weitere Punkte zur Vollständigkeit (nicht materiell)

**Anhang**

# Disclaimer

---

Dieses Dokument wurde von der Algofin AG ausschliesslich zum internen Gebrauch für die Verantwortlichen der St.Galler Pensionskasse erstellt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Berechnungen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments und können deshalb Änderungen unterliegen. Sämtliche von der Algofin AG gemachten Angaben und durchgeführten Berechnungen beruhen auf externen Informationen. Die Algofin AG hat diese Angaben nicht geprüft, sondern ist davon ausgegangen, dass diese vollständig und richtig sind. Entsprechend übernimmt die Algofin AG keine Haftung für die Vollständigkeit und Richtigkeit dieser Angaben.

Das Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Das Dokument enthält keinerlei Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Investitionen, Rechnungslegung oder Steuern. Es stellt auch in keiner Art und Weise eine auf die persönlichen Umstände der St.Galler Pensionskasse zugeschnittene oder angemessene Investition oder Strategie noch eine andere persönlich gerichtete Empfehlung dar. Die Kurse und Werte der beschriebenen Investitionen und daraus resultierende Erträge können schwanken, fallen oder steigen.

# Algofin – Ihr Partner im Investment Consulting & Controlling

**>algofin ag**  
consulting and research

Spin-Off der Universität St. Gallen und des  
Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen

## Algofin AG

Webergasse 15  
CH-9000 St. Gallen

T: +41 71 558 53 30  
F: +41 71 558 53 80  
info@algofin.ch  
www.algofin.ch

Partner:

Prof. Dr. Manuel Ammann  
Dr. Georg Heinrich  
Dr. Hagen Wittig

