Swiss Association
of Investment Consultants
for Pension Funds

Schweizerischer Verband der
Anlageexperten und Investment-Consultants
in der Beruflichen Vorsorge

Association Suisse
des Conseillers en Investissements
des Institutions de Prévoyance

November 2017

PERSPEKTIVEN DES SWIC ZU ALTERNATIVEN ANLAGEN IM PORTFOLIOKONTEXT VON SCHWEIZER PENSIONSKASSEN

1 AUSGANGSLAGE FÜR SCHWEIZER PENSIONSKASSEN

Die Verantwortlichen von Schweizer Pensionskassen (PKs) stehen heute vor grossen Herausforderungen: Steigende Ausgaben bzw. Rentenverpflichtungen bei gleichzeitig tiefen erwarteten Anlageerträgen gefährden die langfristige Solvenz und Stabilität der Vorsorgewerke. Im aktuellen Zinsumfeld kann kein Gleichgewicht von Aktiva und Passiva bei einer Schweizer PK risikofrei finanziert werden. Es droht vielerorts ein Dilemma, weil die gesetzlich vorgesehene Erfüllung des Vorsorgezwecks und die Einhaltung der Sicherheit unter Umständen nicht gleichzeitig befriedigt werden können. PKs werden deshalb in jedem Fall mit Risiken konfrontiert; entweder damit, Zielrenditen zu unterschreiten und früher oder später Leistungen und Beiträge anzupassen oder damit, Anlagerisiken einzugehen, welche evtl. höher sind als die unterstellte Risikofähigkeit es erlauben würde.

Es drängt sich die Frage auf, wie mit diesen Herausforderungen umgegangen werden soll. Ein aktuell in den Medien diskutierter, aber umstrittener Ansatz liegt in der Erhöhung der Allokation in alternative Anlagen. Dieser Ansatz wurde vor allem durch die kürzlich lancierte Kampagne der Schweizerischen Bankiervereinigung nochmals hervorgehoben. Der SWIC bezieht in diesem Artikel zwar keine Stellung für oder gegen alternative Anlagen im Portfoliokontext von Schweizer PKs, erörtert aber wesentliche Perspektiven, die bei Anlageentscheiden zu berücksichtigen sind. Wir beginnen mit drei besonderen Risiken, welche viele alternative Anlagen auszeichnen. Anschliessend diskutieren wir, weshalb diese und weitere spezifische Risiken im beliebten Markowitz-Modell zur Portfolio-Optimierung nicht erfasst werden und weshalb sich daher weiterführende Abklärungen vor allfälligen Investitionen lohnen.

c/o PPCmetrics AG
Badenerstrasse 6
Postfach
8021 Zürich
Phone: +41 44 204 31 11
mail@swic.swiss
www.swic.swiss

2 ALTERNATIVE ANLAGEN

Um die Diversifikation im Portfolio zu verbessern und allenfalls auch die Renditen zu steigern, stehen institutionellen Investoren heute neben den traditionellen Anlagen in Aktien, Anleihen und Immobilien auch eine breite Auswahl an alternativen Anlagen zur Verfügung. Dazu zählen unter anderem Rohstoffe, Versicherungsrisiken (ILS), diverse Hedge Fund-Strategien und alternative Kreditanlagen wie Senior Secured Loans und Microfinance sowie andere Privatmarktanlagen wie z.B. Private Equity, Private Debt oder Infrastruktur. Auf jede einzelne Anlageklasse einzugehen, würde den Rahmen des Artikels sprengen. Wir beschränken uns daher auf einige grundlegende Perspektiven, die institutionelle Anleger bei der Beurteilung dieser Anlagen immer vornehmen sollten.

2.1 BESONDERE RISIKEN ALTERNATIVER ANLAGEN

Die praktisch relevanten Anlagerisiken der meisten alternativen Anlagen lassen sich mit den berühmten zwei Risikokennzahlen Volatilität und Korrelation nicht umfassend abbilden. Deshalb sind weitere besondere Risiken zu berücksichtigen, die bei vielen alternativen Anlagen auftreten. Darunter auch folgende drei:

- Intransparenz und Komplexität
- Illiquidität
- Aussagekraft von Track Records

2.2 INTRANSPARENZ UND KOMPLEXITÄT

Pauschal für oder gegen die These zu argumentieren, alternative Anlagen seien grundsätzlich intransparent oder zu komplex, erscheint nicht zielführend. Es kann sich lohnen, die Situation etwas spezifischer zu erfassen. Die Erfahrung der SWIC-Mitglieder mit diversen alternativen Anlagen zeichnen ein differenziertes Bild, sowohl was einzelne Anlageklassen als auch verschiedene Anbieter innerhalb der Klassen angeht.

Grundsätzlich ist eine steigende Transparenz zu beobachten, wenn Anleger direkt oder via Consultants mit konkreten Fragen auf Manager von alternativen Anlagen zugehen und aktiv nach Informationen fragen. Falls kundenseitig eine seriöse Absicht zur Investition besteht, sind viele Manager willens, umfangreiche Angaben über ihre Strategie, ihre Anlage- und Bewertungsprozesse, ihre Positionen und andere Aspekte zu geben. Oft sind sogar vorgefertigte Dokumente (Due Diligence Questionnaires) verfügbar, welche einen ersten Eindruck vermitteln. Ein Grund für die verbesserte Verfügbarkeit dieser Informationen liegt darin, dass zahlreiche internationale Anleger ebenfalls nach solchen Informationen fragen und die Manager gelernt haben, dass ihnen mit hoher Transparenz langfristig treuere Kunden und mehr Geld zufliessen als bei Intransparenz. Es empfiehlt sich, die für einen fundierten Entscheid notwendigen Informationen über Manager und ihre Produkte vorgängig einzuholen bzw. aktiv nachzufragen und sich die Anlagestrategie genau erklären zu lassen. Ist ein Manager nicht bereit, Informationen und Daten bereitzustellen, muss dies als schlechtes Zeichen gewertet werden, das gegen ein Engagement spricht.

Gewisse Anlagestrategien bleiben auch nach dem Studium von Unterlagen komplex, andere werden intuitiv leichter verständlich. Zu behaupten, alle traditionellen Anlagen seien trivial und alle alternativen komplex, wäre aber etwas zu stark vereinfacht. Die Absicht hinter Private Equity-Anlagen ist auch für Laien leicht nachvollziehbar, obwohl es sich um alternative Anlagen handelt. Effiziente, passive Anlagen gegenüber einem globalen Obligationenindex sind hingegen anspruchsvoll in der praktischen Umsetzung aber dennoch eindeutig traditionell. Unbestritten ist lediglich, dass bei allen Anlagen, unabhängig ob traditionell oder alternativ, dem Stiftungsrat klar kommuniziert werden muss, worin die Ziele der Anlage liegen, was diese im Portfoliokontext bewirken sollen und welche Rahmenbedingungen wie z.B. Benchmarks, Kosten oder Liquidität gelten. Nur mit diesen Informationen kann der Stiftungsrat seine Verantwortung wahrnehmen. Es erscheint allerdings weder

möglich noch zielführend, dass Stiftungsräte jede einzelne Position beurteilen. Ein General kennt in der Schlacht auch nicht den Standort jedes einzelnen Soldaten. Er muss aber wissen, wie es um seine Streitmacht in den verschiedenen Geländekammern steht und wo allenfalls Handlungsbedarf auftritt.

Erfahrene Investoren in alternativen Anlagen lösen Intransparenz und Komplexität oft im Rahmen professioneller Prüfungen (ökonomischen, operationellen und rechtlichen Due Diligences) und einer regelmässigen, strengen und kompetenten Überwachung. Die Ergebnisse solcher Due Diligences und Überwachungen sind periodisch und in adressatengerechter Form aufzubereiten und der Anlagekommission oder dem Stiftungsrat mitzuteilen. Das BVV2 verpflichtet zur Sorgfalt (und sinnvollerweise nicht zum Anlageerfolg), was mit diesen beiden Massnahmen gewährleistet werden kann. PKs, welche intern über Ressourcen verfügen oder sich diese extern einkaufen, können deshalb das Risiko der Intransparenz und Komplexität entschärfen.

2.3 ILLIQUIDITÄT

Illiquidität als Risiko lässt sich grundsätzlich nur über einen strategischen Verzicht auf sämtliche potenziell illiquiden Anlagen vollständig eliminieren. Anlagesegmente wie Private Equity und Private Debt, Infrastruktur und gewisse Hedge Funds fallen unter diesen Umständen aus dem investierbaren Universum. Ob das sinnvoll ist bzw. welche Anlageklassen überhaupt akzeptabel sind, kann nicht generell, sondern nur im Rahmen einer kundenspezifischen ALM abgeklärt werden. Fest steht allerdings, dass sich viele Schweizer PKs grundsätzlich in einer guten Situation befinden, um mögliche Prämien für Illiquidität abzuschöpfen, weil sie als langfristige Investoren agieren können. Die Gefahr, dass sie von heute auf morgen ihr Portfolio umfassend liquidieren müssen, ist in vielfach Fällen wesentlich geringer als bei den meisten anderen Anlegern. Trotzdem müssen allfällige indirekte Kosten der Illiquidität wie z.B. erschwertes Rebalancing oder Benchmarking auch berücksichtigt werden.

Die Sorgfaltspflicht fordert, dass man sich als Investor frühzeitig über das Ausmass der Illiquidität einer Anlageklasse oder einem spezifischen Produkt informiert und es im Rahmen der ALM berücksichtigt. Illiquidität wird meistens erst dann zu einem Problem, wenn man als Investor zu einem raschen Verkauf gezwungen wird oder man gar nicht erst bemerkt hat, dass die Anlage eigentlich illiquide ist. Entsprechend sollte man vor einer allfälligen Anlage in illiquide Produkte abklären, ob man als PK bzw. als Entscheidungsgremium wirklich die Geduld, das Vertrauen und die finanzielle Fähigkeit hat, Gelder für mehrere Jahre in fremde Hände zu legen. Herrschen bei einer Vorsorgeeinrichtung echte Liquiditätsrestriktionen vor, so impliziert diese jedoch nicht nur Einschränkungen bezüglich illiquider alternativer Anlagen, sondern freilich auch für traditionelle, illiquide Anlageklassen wie beispielsweise Direktliegenschaften oder Hypotheken.

Analog zur Intransparenz und Komplexität drängt sich auch für Fragen über die Liquidität einer Anlage eine professionelle Due Diligence auf, wobei man sich hier nicht nur auf Beteuerungen der Gesprächspartner verlassen sollte, sondern vor allem auf die Formulierungen im Anlageprospekt zu achten ist. Zudem lohnt es sich, frühzeitig die geplanten Exit-Strategien der Manager zu besprechen und mögliche Verzögerungen zu erörtern, damit man keine negativen Überraschungen erfährt.

2.4 AUSSAGEKRAFT VON TRACK RECORDS

Dem Zitat, wonach Prognosen schwierig sind, insbesondere was die Zukunft angeht, lässt sich kaum widersprechen. Ebenso wenig dem Hinweis in jeder Managerpräsentation, wonach die vergangenen Renditen keine Garantien für die Zukunft darstellen. Was Anleger aber beeinflussen können, ist die Qualität der Grundlagen, auf welchen Entscheide getroffen werden. Gerade bei alternativen Anlagen variiert die Qualität der Datengrundlagen z.B. was historische Renditen angeht. Folgende Überlegungen erscheinen hierzu wertvoll.

- Bei der Analyse der ausgewiesenen Renditen von Strategien und Produkten ist stets zu prüfen, ob die Performance effektiv „live" erzielt oder nur simuliert wurde, welche Gebühren dabei angewendet wurden, in welcher Währung die Rendite erzielt wurde und ob die Daten extern geprüft und revidiert wurden. Jede Simulation, die man als Anleger zu Gesicht bekommt, sieht gut aus, weil sie sonst die Werkstatt nie verlassen hätte und jede Performance sieht vor Kosten besser aus als danach. Besteht auch nur in einem dieser Punkte Unsicherheit, sollte man die Ergebnisse nicht bzw. nur mit grösster Vorsicht berücksichtigen.
- Zahlreiche illiquide Anlageklassen wie Infrastruktur, Private Equity oder Private Debt weisen per Definition keine täglich beobachtbaren Marktpreise aus, was die Messung von Renditen, Volatilitäten oder auch Korrelationen mit anderen Anlageklassen signifikant erschwert. Deshalb darf man sich von der zwangsläufig tiefen ausgewiesenen Volatilität und den tiefen Korrelationen zu liquideren Anlagen nicht in trügerische Sicherheit wiegen lassen. Ebenso wenig sollte man Entscheide nur auf grob geschätzten Renditedaten fällen, sondern stets nach transparenten und extern verifizierten Quellen fragen. Schliesslich sind besondere Umstände wie z.B. die Vintage-Jahre bei den Anlagen in Privatmärkten zu berücksichtigen.
- Weil Marktpreise für gewisse alternative Anlageklassen fehlen, mangelt es auch an beobachtbaren Indizes, welche die Strategie zuverlässig abbilden. Daher wird in der Praxis oft auf Daten von einzelnen Produkten zurückgegriffen. Der SWIC empfiehlt jedoch, sich nicht nur auf die Renditen einzelner Produkte abzustützen, sondern mit verschiedenen vergleichbaren Produkten eine möglichst repräsentative Peer Group zu bilden. Wir schätzen die Rendite von Aktienanlagen nicht anhand Warren Buffett's Berkshire Hathaway, sondern mit transparenten und breiten Marktindizes. Je breiter und transparenter solche Peer Group Vergleiche erhoben und je klarer die Richtlinien für die Berücksichtigung oder den Ausschluss gewisser Produkte und Strategien definiert werden, desto aussagekräftiger sind die Ergebnisse.
- Wer die Mühe bei der Bildung eigener Peer Group scheut oder einfach keine Zeit dafür aufbringen möchte, kann auf zahlreiche alternative Indizes am Markt zurückgreifen, welche ihrerseits bereits Peer Group darstellen. Leider halten einige Indizes für alternative Anlagen aber keiner fundierten Prüfung stand, weil sie entweder zu wenig Produkte in ihren Samples berücksichtigen oder weil sie zu viele mit unterschiedlichen Strategien vermischen. Beides erschwert faire Beurteilungen der Anlageleistung und eine zuverlässige Einschätzung für zukünftige Erwartungen. Hinzu kommen die akademisch beschriebenen Verzerrungen von Peer Group wie z.B. der Survivorship Bias (nur überlebende Funds werden berücksichtigt, während die gescheiterten aus der Peer Group entfernt werden) oder der Backfill Bias (Produkte mit einer guten Performance werden nachträglich dem Index zugefügt, was die Rendite im Nachhinein erhöht).

Zusammenfassend halten wir fest, dass ein wesentliches Verkaufsargument für fast alle Anlagen in einem guten Track Record liegt. Entsprechend besteht ein Anreiz für die Anbieter, das eigene Produkt oder die Anlageklasse in einem sonnigen Licht erscheinen zu lassen. Als Investor darf man sich davon nicht blenden lassen, weshalb es sich lohnt, bei der Betrachtung von Performances kritisch zu bleiben.

3 RISIKOSTREUUNG UND „GUT DIVERSIFIZIERTE PORTFOLIOS“

3.1 RISIKOSTREUUNG IM RAHMEN DER MPT

Das BVV 2 verlangt angemessene Risikoverteilung. Die grundsätzliche Forderung ist klar, aber aus praktischer Sicht fragt sich, was überhaupt eine angemessene Risikoverteilung und damit ein gut diversifiziertes Portfolio darstellt.

Bei der Interpretation des Begriffes „Risikoverteilung“ und der Forderung nach marktgerechter Entschädigung haben sich in der Pensionskassenlandschaft der Schweiz bis zur Jahrtausendwende die Gedanken der Modern Portfolio Theory (MPT) etabliert. Die MPT wurde in den 50ern und 60ern unter anderem von Harry Markowitz geprägt und mündeten in ein elegantes und anschauliches Modell zur Portfoliokonstruktion. Es unterstellt, dass das Risiko von Anlagen einerseits von ihrer Preisvolatilität abhängt und andererseits von der Kovarianz bzw. der Korrelation einer Anlage zu allen anderen Anlagen im Gesamtportfolio. Je geringer die Preisvolatilität und je tiefer die Korrelationen zu anderen Anlagen, desto geringer der Risikobeitrag einer Anlage im Portfoliokontext.

Bei der Interpretation des Modells bzw. den resultierenden Empfehlungen einer uninformierten Optimierung ist nach Ansicht des SWIC aber Vorsicht geboten, weil das Modell selbst zwar genial einfach, aber in der Praxis nicht unumstritten ist. Zu den Herausforderungen der Ergebnisse einer Optimierung zählen unter anderem die Schätzung der „korrekten“ bzw. zumindest sauberen Inputparameter, die Reduktion von Risiko auf die statistische Standardabweichung (Volatilität) und auf lineare Korrelationen, die Unterstellung von Normalverteilungen von Renditen, die Annahme der Pfadunabhängigkeit der Anleger oder die Tendenz zu Ecklösungen bei marginalen Änderungen der Inputparameter. Hinzu kommen bei den alternativen Anlagen die bereits erwähnten besonderen Risiken, welche sich ebenfalls nicht in der Volatilität oder den Korrelationen ausdrücken oder erst im Fall einer Abschreibung sichtbar werden. Unsaubere, weil zu optimistisch geschätzte Renditen und Diversifikationseigenschaften sowie unterschätzte Volatilitäten sind alles Paradebeispiele für verzerrte Optimierungsergebnisse und daraus ab- aber leider oft fehlgeleiteten Anlageempfehlungen.

Aufgrund der zahlreichen, kritischen Annahmen, die in der Praxis in der Summe kaum erfüllbar sind, ist auch ein grundsätzliches Fragezeichen hinter die Validität und Anwendung der MPT bzw. der Portfoliooptimierung als Grundlage für die Festlegung der Anlagestrategie zu setzen. Entsprechend sind viele Vorsorgeeinrichtungen dazu übergegangen, auf die Anwendung der MPT als quantitative Methodik zur Herleitung der Anlagestrategie zu verzichten. Die von den SWIC-Mitgliedern verwendeten Beratungsansätze zur Bestimmung der Anlagestrategie sind zum Glück vielfältig. Im Falle einer Anwendung der MPT empfiehlt der SWIC auf jeden Fall eine kritische Auseinandersetzung mit den verwendeten Annahmen und den daraus abgeleiteten Ergebnissen. Eine unkritische Umsetzung der MPT führt aus einer reinen Risikosicht nicht unbedingt zu gut diversifizierten Portfolios. Dies wurde in Studien anhand der Risikodekompositionen der SAA einer durchschnittlichen Schweizer PK bereits mehrfach gezeigt, aber leider in anderen Studien vernachlässigt. Und einfach die Nebenbedingungen einer Optimierung so lange zu manipulieren, bis das gewünschte Ergebnis herauskommt, erscheint ebenfalls nicht sinnvoll. Nicht zuletzt erachtet es der SWIC als etwas irreführend, wenn Anbieter in Verkaufsunterlagen die Vorteile ihrer Produkte anhand von undurchsichtigen Optimierungen untermauern.

Eine Auflistung sämtlicher relevanter Überlegungen für die verschiedenen alternativen Anlagesegmente im Portfoliokontext einer Pensionskasse, würde den Rahmen dieses Artikels sprengen. Wir belassen es deshalb nur bei einigen in unseren Augen hilfreichen Stichworten für populäre alternative Anlageklassen, für welche sich folgende Überlegungen und Risikomasse anbieten:

- Private Equity: Die erwartete Rendite sollte für die hohe Illiquidität sowie das oft stark konzentrierte Titelrisiko zusätzlich entschädigen. Zudem muss die breite Renditestreuung zwischen den besten und den

schlechtesten Anbietern berücksichtigt werden, weshalb die Selektion eines Produkts den wichtigsten Erfolgsfaktor darstellt.

- Alternative Kreditanlagen: Die Höhe der Zusatzentschädigung (Spread) gegenüber traditionellen Staats- und Unternehmensanleihen mit gleichem oder besserem Rating muss substanziell ausfallen. Als einfaches Risikomass eignen sich die Loss Rates, welche sich aus der erwarteten Ausfallwahrscheinlichkeit und dem erwarteten Recovery Value einer Anlage berechnen und dann mit der erwarteten Rendite ins Verhältnis gesetzt werden können.
- Hedge Funds: Die Unterscheidung der Renditequellen von Strategien zwischen replizierbaren Beta-Elementen wie Aktienrisiko oder Kreditrisiko und echtem Alpha sowie Analyse des durchschnittlichen Engagements im Aktienmarkt kann sich lohnen. Eine plausible Erklärung, weshalb man sich als Anleger darauf verlassen kann, dass die ausgewählten Hedge Funds effektiv die gesuchte Diversifikation im Gesamtportfolio und nicht bloss teures Beta liefern, erscheint daher sinnvoll. Weiter ist dem eingesetzten Leverage Rechnung zu tragen, weil die Risiken vieler Hedge Funds auch stark davon abhängen.
- Versicherungsrisiken (ILS): Ein simples, aber aussagekräftiges Mass sind die eingenommenen Versicherungsprämien im Verhältnis zu den Expected Losses auf den einzelnen Positionen in einem Portfolio. Ein weiteres Mass ist die Risikostreuung über einzelne potenzielle Katastrophenereignisse wie Hurricanes in Florida oder Erdbeben in Kalifornien. Kaum geeignet ist hingegen die Volatilität als Risikomass, weil diese nur bei effektiv eintretenden Ereignissen reagiert und das Risiko in „zufällig" ereignisarmen Perioden nicht erfasst.
- Rohstoffe: Es drängt sich die Frage auf, weshalb eine Risikoprämie erwartet wird und wie diese in der Praxis erfolgreich abgeschöpft werden kann. Zudem sollte der Heterogenität der unterschiedlichen Rohstoffe bzw. Rohstoffmärkte wie Energie, Agrargüter, Edel- und Industriemetalle ausreichend Aufmerksamkeit geschenkt werden.

4 FAZIT

Gemäss BVV2 50 muss die Vorsorgeeinrichtung bei der Anlage des Vermögens das Risiko angemessen verteilen. Diese bewusst vage formulierte Vorgabe ist intuitiv einleuchtend und sinnvoll, weil sie Spielraum für individuelle Lösungen lässt. Aber sie leistet nur wenig Hilfe bei der praktischen Umsetzung einer Anlagestrategie, welche noch ansprechende Renditen erwarten lässt, aber dennoch keine überhöhten Risiken mit sich bringt. Musterlösungen mit garantiertem Erfolg gibt es leider keine, auch im alternativen Bereich nicht. Aber solche sind auch gar nicht gefordert, denn die Einhaltung der Sorgfaltspflicht reicht aus. Denn blinde Implementierung von Anlagen kann enttäuschend und kostspielig werden, aber das Vernachlässigen von Opportunitäten auch. Entsprechend wichtig ist es, mögliche Lösungen und Ansätze, insbesondere bei alternativen Anlagen, kritisch zu prüfen und dabei verschiedene Perspektiven bei der Betrachtung des heterogenen Universums einzunehmen.