

Die Anlagestrategie und ihre Umsetzung

Die Festlegung einer Anlagestrategie ist eine der zentralen Aufgaben, welche die Entscheidungsträger einer Pensionskasse zu erfüllen haben. Diese Entscheidung treffen sie auf Basis der Risikoeigenschaften ihrer Pensionskasse. In der Regel wird sie zusammen mit Versicherungs- und Anlageexperten erarbeitet.

Der Risiko Check-up der Complementa wird bereits seit 1995 jährlich durchgeführt und verfügt dadurch über eine sehr grosse und weit zurückreichende Datenbasis. Im Anlagejahr 2017 erzielten 90 Prozent der Pensionskassen eine Rendite zwischen 3.3 Prozent und 10.4 Prozent, jeweils 5 Prozent der Kassen erzielten höhere respektive tiefere Renditen. [Abbildung 1](#) geht aus dieser Studie hervor und zeigt den aggregierten Vermögensmix der 2. Säule sowie dessen Veränderung über die letzten Jahre. Der Vermögensmix einzelner Pensionskassen weicht teilweise stark von dieser durchschnittlichen Vermögensallokation ab, und deshalb können die erzielten Renditen der einzelnen Pensionskassen sehr unterschiedlich sein.

Der Gesetzgeber setzt gewisse Schranken

Obschon Pensionskassen grosse Freiheitsgrade besitzen, setzt der Gesetzgeber in [Artikel 49 bis 59 BVV 2](#) gewisse Schranken, die der Stiftungsrat beim Überschreiten schlüssig begründen muss. Zum Beispiel haben die Alternative Anlagen eine Obergrenze von 15 Prozent. Alternative Anlagen wie Investitionen in Infrastrukturprojekte haben in den vergangenen Jahren an Popularität gewonnen. Sie können, wenn sie gezielt eingesetzt werden, ein bestehendes Portfolio diversifizieren und im aktuellen Zinsumfeld bessere Renditen als traditionelle Anlagen erwirtschaften. Als Antwort auf die Tiefzinspolitik überschreiten aktuell 9 Prozent aller Kassen die Obergrenze. Die höhere, als die regulatorisch vorgesehene 15-Prozent-Quote, kann durch das aktuelle Zinsumfeld gut begründet werden.

Die Kassenstruktur setzt die entscheidenden Schranken

Wichtige Restriktionen ergeben sich aus der Risikofähigkeit einer Pensionskasse, die sich aus den vorhandenen Reserven, der strukturellen Sanierungsfähigkeit und weiteren kassen-spezifischen Eigenheiten ableitet. So hat zum Beispiel eine Vorsorgeeinrichtung mit einem tiefen Anteil an Rentnern eine

bessere Sanierungsfähigkeit als eine Kasse mit einem hohen Rentneranteil. Dies weil laufende Renten nicht gekürzt werden können (einzig Rentnererhöhungen nach der Pensionierung können von der Vorsorgeeinrichtung wieder rückgängig gemacht werden). Auch Konstellationen bei der Arbeitgebungsituation sind mit einzubeziehen. Wenn die Belegschaft schrumpft, kann dies besonders im Fall einer Unterdeckung einen grossen Unterschied ausmachen.

ALM-Studien in periodischen Abstand

Die Verantwortung für die Vermögensbewirtschaftung zwingt die Entscheidungsträger, die Pensionskassenstruktur und die zu erwartende Entwicklung des Versichertenbestands bei der Definition einer Anlagestrategie zu berücksichtigen. Neben diesen Fakten haben Risikoneigung und Anlageerfahrung der jeweiligen Pensionskassen einen entscheidenden Einfluss auf das Anlageziel, die Anlagestrategie und den Anlagehorizont.

Eine gute Anlagestrategie zeichnet sich dadurch aus, dass sie auch während starken Turbulenzen an den Finanzmärkten mit ruhigem Gewissen gehalten werden kann, da emotionsgetriebene Anpassungen in einem hektischen Umfeld den Anlageerfolg nicht verbessern werden. Daher ist es wichtig, dass ein Stiftungsrat die verschiedenen Dimensionen wie das Verhalten in Krisen, Risiko und Rendite kennt und auch in Krisenjahren (wie etwa 2008) überzeugt die gewählte Anlagestrategie vertreten kann.

Diese Erkenntnisse werden typischerweise in einer ALM-Studie aufgearbeitet. Das «A» steht dabei für «Asset»/Vermögensanlagen und das «L» steht für «Liability»/Verpflichtungen. Der dritte Buchstabe «M» steht für «Management» und gibt den Hinweis, dass die beiden Seiten zueinander passen müssen. Eine periodische Überprüfung, ob die Vermögensstruktur und die Verpflichtungsseite noch übereinstimmen, ist zudem empfehlenswert.



Christian Mathis
CFA, ALM-Experte,
Complementa AG



Jürgen Rothmund
Studienleiter,
Complementa Risiko Check-up,
Complementa AG

Aspekte in einer ALM-Studie

Das Risiko einer Unterdeckung vermeiden
Der Deckungsgrad einer Pensionskasse kann temporär unter 100 Prozent fallen. Einen solchen Fall wollen Pensionskassen jedoch möglichst vermeiden. Eine klassische Zielsetzung ist daher, eine Unterdeckung mit hoher Wahrscheinlichkeit zu vermeiden. Bei der Risikokalkulation ist zu berücksichtigen, dass sich Finanzmärkte nicht normalverteilt verhalten. In der Realität treten sehr hohe und insbesondere sehr tiefe Renditen häufiger auf, als dies eine Normalverteilung abbildet.

Die Sollrendite erreichen

Pensionskassen müssen dennoch Risiken eingehen, da sie ansonsten nicht die erforderlichen Renditen erwirtschaften können. Für 2018 errechnet Complementary für die 2. Säule als Ganzes eine Sollrendite von 2.4 Prozent. Die Sollrendite ist jene Rendite, die erzielt werden muss, um den Deckungsgrad konstant zu halten. Die wesentlichen Bestandteile sind die Verzinsung der Vorsorgekapitalien, die Kosten der Verwaltung sowie diverse versicherungstechnische Aufwände.

In der Tabelle werden die grossen Differenzen zwischen den historisch erzielten Renditen und den künftig (mittel- bis langfristig) zu erwartenden Renditen aufgezeigt und es wird offensichtlich, dass die Erreichung der Sollrendite eine Herausforderung ist. Dominierten über viele Jahre die festverzinslichen Anlagen den Anlagemix, so ist ihr Gewicht in den letzten Jahren kontinuierlich gesunken und es werden Alternativen gesucht. In einer ALM-Studie werden Möglichkeiten besprochen, den aktuellen Anlagemix zu erweitern. Wichtig ist dabei, das Zusammenspiel der Kategorien zu berücksichtigen. Ähnlich wie nicht normalverteilte Renditen, sind auch Abhängigkeiten nicht konstant, sondern verändern sich in den verschiedenen Marktphasen.

Von der Strategie zur Umsetzung

Die Ergebnisse einer ALM-Studie werden im Stiftungsrat diskutiert, adjustiert und verabschiedet. Die daraus resultierende Anlagestrategie wird zur Umsetzung freigegeben. Die Anlagekategorien können

entweder indexiert oder aktiv umgesetzt werden. Idealerweise werden Anlagen in einer Mischform zwischen den beiden Managementstilen realisiert. Somit kann die Vorsorgestiftung von der kostengünstigen Bewirtschaftung der Anlagen in effizienten Märkten profitieren, ohne auf das Renditepotenzial der Märkte mit Anomalien oder ineffizientem Informationsfluss zu verzichten.

Die Strategie wird in einer Benchmark festgehalten

Die Benchmark dient als Ankerpunkt, um die Ist-Allokation mit der Strategie zu

vergleichen und wichtige Kennzahlen wie die risikoadjustierte Überschussrendite zu berechnen. Neben der Risikobereitschaft einer Vorsorgestiftung gibt die Gewichtung und Volatilität einer Anlageklasse eine Indikation für die Definition der Bandbreiten. Ein regelbasiertes Rebalancing eliminiert weitestgehend Emotionen aus dem Anlageprozess (eine Erklärung des Begriffs finden Sie [hier](#)).

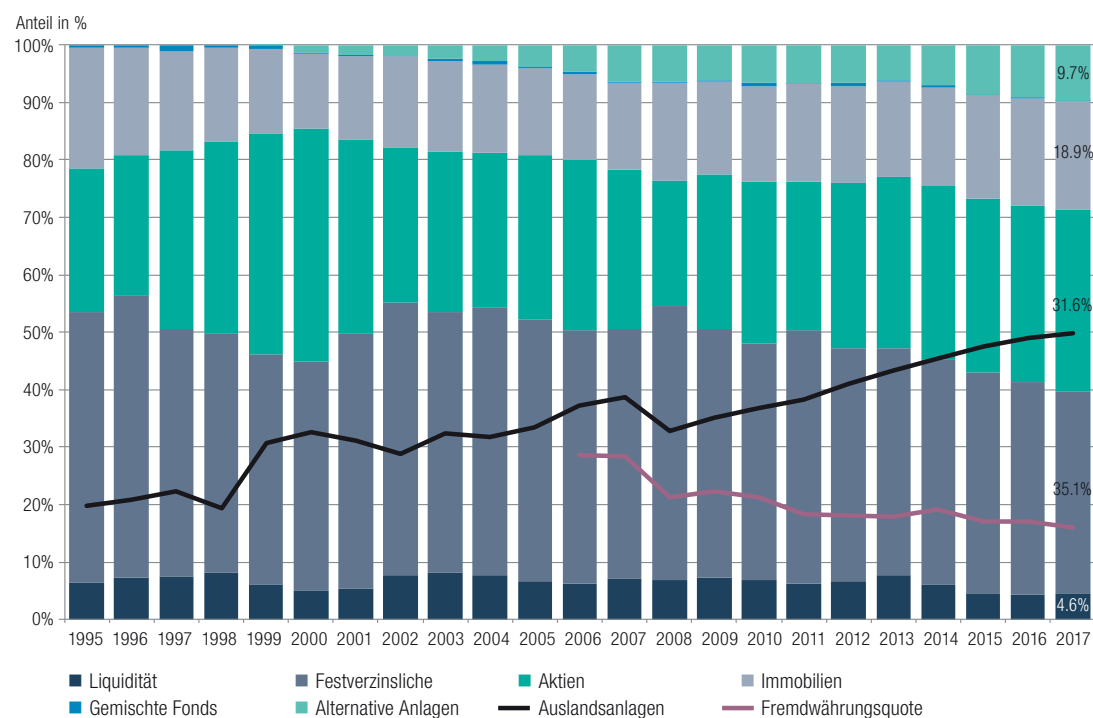
Der Stiftungsrat soll bei der taktischen Umsetzung zwar Grenzen setzen, aber den Portfoliomanagern oder Anlagekommission die nötigen Freiheitsgrade

einräumen, um eine Strategie effizient umsetzen zu können.

Fazit

Vor dem Hintergrund sich ständig ändernder Rahmenbedingungen der Finanzmärkte und Gesetzgebungen, empfiehlt es sich, eine Anlagestrategie laufend zu überwachen und die erforderlichen Konsequenzen zu ziehen. Dabei ist es wichtig, dass die Beurteilung des Anlageerfolgs stets im ganzheitlichen Portfoliokontext und nicht isoliert auf der Stufe der Anlageklassen respektive der Anlageinstrumente erfolgt.

Vermögensmix der 2. Säule im Zeitablauf



Gesunkene Renditeerwartungen

Ausgewählte Anlagekategorie	Historische Rendite	Renditeperspektive	Differenz
Liquidität	1.1%	-0.4%	-1.5%
Obligationen CHF	3.5%	0.3%	-3.2%
Obligationen FW	2.9%	0.4%	-2.5%
Aktien Schweiz	7.5%	4.8%	-2.7%
Aktien Welt	5.1%	5.0%	-0.1%
Immobilien	4.6%	3.0%	-1.6%
Vermögensmix	4.3%	2.4%	-1.9%