

# Nutzen und Grenzen von Analysen im Anlageuniversum

Anlageverantwortliche haben das Bedürfnis, ihr Anlageergebnis und ihre Kosten mit einer Peergroup zu vergleichen. Hierbei sollte klar sein, welche Fragen in diesem Vergleich adressiert werden sollen.

Der Peergroupvergleich ist nur einer von mehreren Schritten.

## IN KÜRZE

Bei den Kapitalanlagen können in der Peergroup-Ergebnisse, Kosten und Risiken gut verglichen werden. Es gibt weitergehende, elaborierte Vergleiche über multiple Dimensionen, die nicht ohne Tücken sind.

Im Anlagekontext kann man eine Gruppe von Vermögensverwaltungsmandaten mit ähnlichen Eigenschaften als Peergroup betrachten. Die Gruppierungen können zum Beispiel anhand der Anlageklassen erfolgen. Innerhalb einer Anlageklasse können Mandate in aktive und passive Umsetzungen gegliedert werden. Peergroup-Vergleiche können auf verschiedenen Ebenen stattfinden und verschiedene Dimensionen wie zum Beispiel Kosten, Rendite oder Risiko abbilden. Sie können sowohl ein- als auch mehrdimensional ausgestaltet werden. Ein Peergroup-Vergleich kann helfen, eine Standortbestimmung in Bezug auf die eigene Strategie oder Kostenstruktur vorzunehmen. Er kann neben einer Benchmark als zusätzliche Vergleichsgrösse dienen.

### Kostenvergleich

Kostenvergleiche können sowohl auf Gesamtebene wie auch auf Ebene einzelner Anlageklassen erfolgen.

Auf Gesamtebene ist man mit der Herausforderung konfrontiert, dass sich die Anlagestrategien von Kasse zu Kasse sehr deutlich unterscheiden können, woraus sich selbst bei gleichen Kosten auf Ebene der einzelnen Anlageklassen Kostendifferenzen auf Gesamtstufe ergeben können. Gerade bei traditionellen Anlagen wie Obligationen und Aktien sinken mit zunehmender Grösse die Kosten auf Ebene der Umsetzung. Grössere Kassen haben gleichzeitig die Tendenz, stärker auf alternative Anlageklassen zu setzen bzw. komplexere Portfolios zu konstruieren, was die Kosten tendenziell wieder erhöht.

In Bezug auf einzelne Anlageklassen gilt es zudem zu beachten, dass inzwischen viele Verträge mit Vermögensverwaltern mehrere Anlageklassen umfassen und somit zwischen verschiedenen Anlageklassen Quersubventionierung entsteht bzw. eine Mischrechnung gemacht wird. Im Kontext von Bundling Fees scheint es zielführend, sowohl die Gesamt- als auch Umsetzungsebene in der Betrachtung miteinzubeziehen.

Der Vergleich kann auch zweidimensional anhand der Kosten und der Performance erfolgen. Hier ist auf Stufe der Gesamtvermögen keine einheitliche Tendenz auszumachen (Kassen mit höherem TER schneiden z. B. nicht konsequent schlechter oder besser ab). Die Anlagen auf Gesamtstufe unterscheiden sich sehr deutlich, sowohl in Bezug auf die gewählte strategische Asset-Allocation (SAA) als auch in Bezug auf die jeweiligen Umsetzungen.

Auch wenn sich hier verschiedene Herausforderungen stellen, so kann ein Kostenvergleich für die Anlageverantwortlichen als Anstoss dienen, die Kostenstruktur der eigenen Anlagen zu überprüfen.

### Performancevergleich

Performancevergleiche können sowohl auf Gesamtebene wie auch auf Ebene einzelner Anlageklassen erfolgen. Ersteres kann Hinweise über die Angemessenheit der aktuellen SAA geben, zweiteres kann allfälligen Handlungsbedarf auf Ebene der einzelnen Umsetzungen aufzeigen. Auf Gesamtebene ist man mit der Herausforderung konfrontiert, dass sich die Anlagestrategien von Kasse

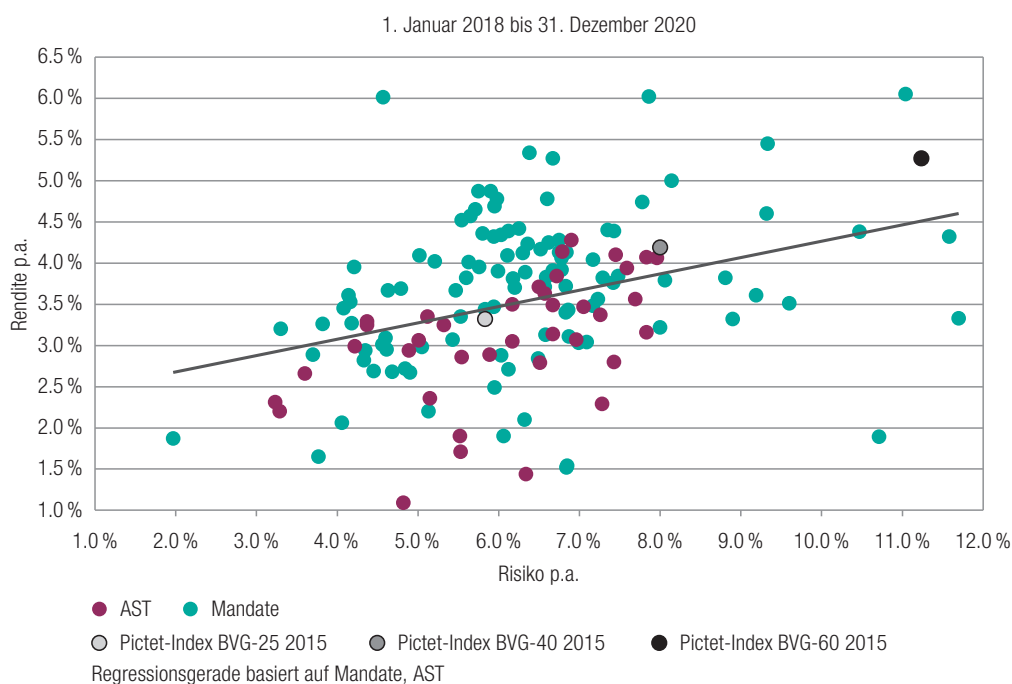
**Thomas Breitenmoser**  
CFA, CAIA,  
Leiter Investment-  
Controlling & Consulting,  
Complementa AG



**Andreas Rothacher**  
CAIA,  
Investment Consultant,  
Complementa AG



## Multi-Asset-Umsetzungen im Rendite-Risiko-Raum



zu Kasse deutlich unterscheiden können, womit grössere Performanceunterschiede entstehen können. Hierbei gilt es zu beachten, dass sich die Kassen bezüglich ihrer Struktur teilweise signifikant unterscheiden (z. B. Rentnerbestand, Deckungsgrad, Anteil überobligatorischer Leistungen). Dies kann einen wesentlichen Einfluss auf die Ausgestaltung der Strategie haben, was sich in einem zweiten Schritt auch auf die Anlageergebnisse auswirkt. Ein zweidimensionaler Vergleich kann hier der Risikodimension zumindest teilweise Rechnung tragen.

### Vergleichsuniversen mit vielen Risikoräumen über die lange Zeit

Verglichen mit einer Peergroup auf Gesamtstufe ist der Vergleich innerhalb einzelner Anlageklassen genauer, da weniger Abweichungsdimensionen bestehen. Es werden aber auch nicht die gleichen Fragen beantwortet. Auf Stufe der einzelnen Anlageklasse bietet sich ein Vergleich im Rendite-Risiko-Raum an. Dabei gilt es zu beachten, dass das Vergleichsuniversum gross genug sein muss, um belastbare Aussagen treffen zu können. Ergänzend können in einem derartigen Vergleich auch relevante Benchmarks hinzugefügt werden. Es sollte ein Mehrjahresvergleich angestrebt werden,

um Schwankungen aus einzelnen Jahren glätten zu können. Ein Vergleich über mehrere Zeiträume hinweg ist sinnvoll.

Bei den alternativen Anlagen fehlen oft adäquate Benchmarks, somit können Peergroups eine zusätzliche Hilfestellung zur Performancebeurteilung bieten. Auch hier muss beachtet werden, dass die unterliegenden Charakteristika der verglichenen Umsetzung sehr unterschiedlich ausfallen können. Insbesondere bei Gefässen mit verzögerten bzw. nur periodischen Kursen muss man sich bewusst sein, dass die Risikokennzahlen wie Volatilität und Korrelationen verzerrt sein können bzw. eine reduzierte Aussagekraft aufweisen (siehe Grafik).

### Einer von mehreren Schritten

Der Peergroup-Vergleich stellt nur einen ersten Schritt dar. Nach der Feststellung von Abweichungen müssen die Gründe für die Diskrepanz ermittelt werden. Erst dann kann man allfällige Handlungsempfehlungen ableiten. Im Bereich der Performance-Vergleiche innerhalb einer Anlageklasse könnte dies beispielsweise die Beobachtung oder Ersetzung eines Managers sein. Auf Ebene der SAA könnte der aggregierte Vergleich mit anderen Multi-Asset-Umsetzungen Hinweise darauf geben, ob man eine Strategieüberprüfung vornehmen sollte.

### Vergleiche dürfen nicht Selbstzweck sein

Anlageverantwortliche sollten Peergroup-Vergleiche als Hilfsmittel und als zusätzliches Benchmarking sehen. Die zu beantwortende Fragestellung des Vergleichs sollte im Voraus klar sein. Zudem muss man sich der Grenzen eines Vergleichs bewusst sein. Peergroup-Vergleiche sind kein Selbstzweck. Sie können aber aufzeigen, wo allfälliger Handlungsbedarf besteht. Nach Feststellung der Abweichung und der Gründe für diese Abweichung liegt es an den Anlageverantwortlichen und deren Beratern, Handlungsempfehlungen abzuleiten. Eine Abweichung von der Peergroup ist nicht per se als gut oder schlecht einzuordnen. Sie kann auch aus berechtigten Gründen bestehen bzw. in Kauf genommen werden und somit ohne Handlungsbedarf weiterhin existieren. |

## Comparer les placements

# Utilité et limites d'analyses d'un univers de placement

Les responsables des placements éprouvent le besoin de comparer la performance et le coût de leurs placements avec ceux d'un groupe de référence. Les questions auxquelles une telle comparaison doit répondre doivent être clairement établies. Et la comparaison avec le groupe de pairs n'est qu'une étape parmi d'autres.

---

## EN BREF

Une comparaison des résultats, des coûts et des risques des placements avec ceux d'un groupe de pairs peut être révélatrice. Il existe des comparaisons plus étendues et plus élaborées portant sur plusieurs dimensions, mais qui ne sont pas exemptes de pièges.

---

Dans le contexte du placement, un groupe de mandats de gestion d'actifs présentant des caractéristiques similaires peut être considéré comme un groupe de pairs. Les regroupements peuvent être basés sur des classes d'actifs, par exemple. Au sein d'une classe d'actifs, les mandats peuvent être divisés en mises en œuvre actives et passives. Les comparaisons entre groupes de pairs peuvent se faire à différents niveaux et refléter différentes dimensions telles que les coûts, les rendements ou les risques. Elles peuvent être conçues sur une base unidimensionnelle ou multidimensionnelle. Une comparaison avec un groupe de pairs peut aider à se positionner par rapport à sa propre stratégie ou à sa structure de coûts. Elle peut servir d'indicateur supplémentaire en plus d'un benchmark.

### Comparaison des coûts

Les comparaisons de coûts peuvent être effectuées tant au niveau global qu'au niveau des différentes catégories d'actifs.

Au niveau global, on est confronté au fait que les stratégies de placement peuvent diverger de manière très significative d'une caisse à l'autre, ce qui peut entraîner des différences de coûts au niveau global, même si les coûts au niveau des classes d'actifs individuelles sont les mêmes. En particulier dans le cas des placements traditionnels tels que les obligations et les actions, les coûts de mise en œuvre diminuent avec l'augmentation de la taille. Dans le même temps, les caisses plus importantes ont une propen-

sion à s'appuyer davantage sur des classes d'actifs alternatives ou à construire des portefeuilles plus complexes, ce qui tend à augmenter à nouveau les coûts.

En ce qui concerne les classes d'actifs individuelles, il convient également de noter que de nombreux contrats avec les gestionnaires d'actifs couvrent désormais plusieurs classes d'actifs et qu'il se produit donc des subventions croisées entre différentes classes d'actifs ou que l'on fait un calcul mixte. Dans un contexte de groupage de frais, il semble approprié de considérer à la fois le niveau global et le niveau de mise en œuvre.

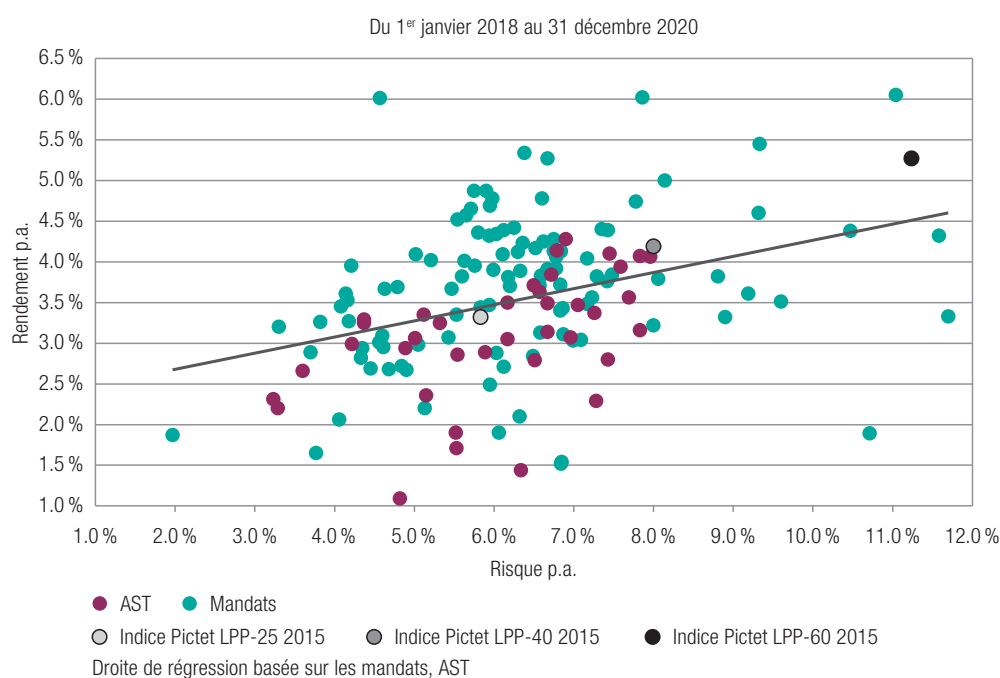
La comparaison peut également être effectuée de manière bidimensionnelle sur la base des coûts et des performances. Ici, aucune tendance uniforme ne peut être constatée au niveau du total des actifs (les caisses ayant un TER plus élevé, par exemple, n'enregistrent pas systématiquement de moins bonnes ou de meilleures performances). Au niveau global, les placements diffèrent très nettement, tant en termes d'allocation stratégique d'actifs (ASA) choisie qu'en ce qui concerne les mises en œuvre respectives.

Bien qu'il y ait plusieurs défis à relever, une comparaison des coûts peut inciter les responsables des placements à revoir la structure des coûts de leurs propres placements.

### Comparaison des performances

Les comparaisons de performance peuvent être effectuées à la fois au niveau global et au niveau des classes d'actifs individuelles. La première peut fournir des

## Implémentations multi-actifs dans l'espace risque/rendement



informations sur l'adéquation de l'ASA actuelle, tandis que la seconde peut indiquer tout besoin d'action au niveau des mises en œuvre individuelles. Au niveau global, on est confronté au fait que les stratégies de placement peuvent différer de manière significative d'une caisse à l'autre, ce qui peut conduire à des différences de performance importantes. Dans ce contexte, il convient d'insister sur les divergences notables, entre caisses, au niveau de la structure (par exemple, le nombre de retraités, le degré de couverture, la proportion de prestations sur-obligatoires). Cela peut avoir une influence considérable sur la conception de la stratégie et, dans un deuxième temps, se répercute aussi sur les résultats de placement. Une comparaison bidimensionnelle peut ici prendre en compte, au moins partiellement, la dimension du risque.

### Univers de comparaison avec de nombreux espaces de risque à long terme

Par rapport à un groupe de pairs au niveau global, la comparaison au sein des différentes classes d'actifs est plus précise, car il y a moins de dimensions d'écart. Cependant, les questions auxquelles il est répondu ne sont pas les mêmes. Au niveau de la classe d'actifs individuelle, une comparaison dans l'espace risque-rendement apporte des réponses concluantes.

Il est important de noter que l'univers de comparaison doit être suffisamment large pour fournir des constats fiables. Des points de référence pertinents peuvent également être ajoutés à une telle comparaison. Il faut viser une comparaison sur plusieurs années afin de pouvoir lisser les fluctuations des années individuelles. Une comparaison sur plusieurs périodes est judicieuse.

Dans le cas des placements alternatifs, il manque souvent des repères adéquats, de sorte que les groupes de pairs peuvent fournir une aide supplémentaire pour évaluer la performance. Ici aussi, il faut garder à l'esprit que les caractéristiques sous-jacentes de la mise en œuvre comparée peuvent varier considérablement. En particulier dans le cas de véhicules dont les prix sont différés ou seulement périodiques, il faut être conscient du fait que les indicateurs de risque tels que la volatilité et les corrélations peuvent être faussés ou avoir une valeur informative réduite (voir graphique).

### Une étape parmi d'autres

La comparaison avec le groupe de pairs n'est qu'une première étape. Une fois les déviations identifiées, il faut déterminer les raisons de l'écart. Ce n'est qu'alors que l'on pourra formuler des recommandations d'action. Dans le domaine de la comparaison des perfor-

mances au sein d'une classe d'actifs, il peut s'agir, par exemple, de l'observation ou du remplacement d'un gestionnaire. Au niveau de l'ASA, la comparaison globale avec d'autres mises en œuvre multi-actifs pourrait fournir des indications sur l'opportunité d'entreprendre une révision de la stratégie.

### Les comparaisons ne doivent pas être une fin en soi

Les responsables des placements devraient considérer les comparaisons avec les groupes de pairs comme un outil auxiliaire et un benchmarking supplémentaire. La question à laquelle la comparaison doit répondre doit être claire à l'avance. En outre, il faut être conscient des limites d'une comparaison. Les comparaisons entre groupes de pairs ne sont pas une fin en soi. Cependant, elles peuvent montrer où il est nécessaire d'agir. Une fois que l'écart et ses raisons ont été établis, il appartient aux responsables des placements et à leurs conseillers d'en tirer des recommandations d'action. Un écart par rapport au groupe de pairs ne doit pas être bon ou mauvais en soi. Il peut avoir sa raison d'être et continuer d'exister sans qu'il soit nécessaire d'agir. |

**Thomas Breitenmoser**  
**Andreas Rothacher**