

**Universität Zürich**

Institut für Banking und Finance

Prof. Dr. Alexander F. Wagner

Bachelorarbeit

# **Aktives Portfoliomanagement bei Schweizer Pensionskassen**

Der Beitrag von Market Timing und Titelselektion  
zur Performance von Schweizer Pensionskassen

**Erstellt von:**

Frank Muggli

**Eingereicht am:**

16.07.2012

## **Abstract**

Den Schweizer Pensionskassen gelang es in der Vergangenheit oft nicht, die anvisierten Sollrenditen zu erreichen um die versprochenen Vorsorgeverpflichtungen zu decken. In dieser Arbeit wurde deshalb die Zusammensetzung der Renditen der Pensionskassen analysiert, wobei der Fokus auf den Beitrag von aktivem Portfoliomanagement gelegt wurde. Neben einer Beschreibung des Asset Allocation Prozesses der Pensionskassen und einem Vergleich von internationalen Studien zum Effekt des aktiven Portfoliomanagements auf Portfoliorenditen wurde eine Analyse der Renditekomponenten bei Schweizer Pensionskassen durchgeführt. Dabei wurden durchschnittlich negative aktive Renditen verzeichnet, während durch aktives Portfoliomanagement das Risiko der Anlagen gesenkt werden konnte.

## Executive Summary

### Kontext und Zielsetzung

Die Schweizer Pensionskassen bilden als Rückgrat der 2. Säule einen wesentlichen Bestandteil der sozialen Vorsorge im 3-Säulen-Prinzip der Schweiz und sollen neben der AHV/IV und der privaten Vorsorge im Alter, bei Invalidität oder bei einem Todesfall die Fortsetzung der gewohnten Lebenshaltung in angemessener Weise erlauben. Die Pensionskassen sind im Gegensatz zur AHV/IV im Kapitalanlageverfahren organisiert, womit neben den Beiträgen von Arbeitnehmer- und Arbeitgeberseite die Verzinsung des einbezahlten Kapitals die Deckung der zukünftigen Versicherungsansprüche der Destinatäre gewährleisten soll. Die auf dem eingebrachten Kapital erwirtschafteten Beträge entsprechen bei einer Beitragsdauer von 40 Jahren rund der Hälfte der Rentenleistungen eines Destinatärs aus der beruflichen Vorsorge. Im letzten Jahrzehnt waren die Pensionskassen jedoch meist nicht in der Lage, die von ihnen anvisierte Sollrendite zur Erfüllung der versprochenen Vorsorgeleistungen zu generieren. Dies hat bei vielen Kassen eine ökonomische Unterdeckung zur Folge, wodurch die marktnah bewerteten Verpflichtungen nicht mehr vollumfänglich durch das Vorsorgekapital gedeckt sind. Dadurch sinkt die finanzielle Risikofähigkeit der Pensionskassen, weil aufgrund der nicht vorhandenen Wertschwankungsreserven die Fähigkeit zur Reaktion auf ökonomische Entwicklungen abhanden gekommen ist. Das bedeutet, dass in der Anlagestrategie weniger Risiken eingegangen werden können, was wiederum einen negativen Effekt auf die erwartete Rendite der Pensionskassen hat. Neben strukturellen Sanierungsmassnahmen durch Kürzungen der versprochenen Leistungen stellt sich deshalb die Frage, inwiefern das Anlageverhalten der Pensionskassen optimiert werden kann. Diese Arbeit befasst sich mit dem Einfluss des aktiven Portfoliomanagements auf die Rendite der Pensionskassen. Es soll festgestellt werden, ob gezielte Abweichungen von der Anlagestrategie einen positiven Einfluss auf die Rendite und das Risiko des Anlagevermögens der Pensionskassen haben.

### Asset Allocation Prozess der Pensionskassen

Innerhalb des *Asset Allocation* Prozesses kann zwischen der strategischen und der taktischen Asset Allocation unterschieden werden. Die strategische Asset Allocation beschreibt dabei die langfristige Mittelzuteilung in verschiedene Anlagekategorien. Dabei wird innerhalb des *Asset and Liability Managements* unter Berücksichtigung der Zielrendite, der Risikofähigkeit, der gesetzlichen und statuarischen Restriktionen und weiterer pensionskassenspezifischer Aspekte gemäss des *Mean-Variance*-Ansatzes nach Markowitz die Anlagestrategie optimiert. Die taktische Asset Allocation hingegen beschreibt die effektive Aufteilung der Mittel und beinhaltet Abweichungen von der Anlagestrategie. Innerhalb von definierten taktischen Bandbreiten kann eine Abweichung von der Anlagestrategie durch verzögertes *Rebalancing* zur Einsparung von Transaktionskosten entstehen. Zudem besteht die Möglichkeit zur gezielten Abweichung von der strategischen Asset Allocation durch *Market Timing* zur Generierung von Überrenditen gegenüber der durch die strategische Asset Allocation erreichbaren Rendite.

Bei der Umsetzung der Anlagekategorien durch aktive oder passive Mandate besteht ebenfalls die Möglichkeit einer Abweichung von der gemäss der Anlagestrategie definierten *Benchmark*. Während bei einer passiven Umsetzung die Abbildung der gewählten Benchmark das primäre Ziel ist, wird bei einer aktiven Umsetzung versucht, durch Titelselektion Überrenditen gegenüber der Benchmark zu erzielen.

Im Rahmen des aktiven Portfoliomanagements sollen bei der taktischen Asset Allocation durch *Macroforecasting* Marktungleichgewichte auf Stufe der Anlagekategorien identifiziert werden, um Überrenditen gegenüber der Rendite der Anlagestrategie zu erzielen. Analog dazu wird auf Stufe der Mandate bei einer aktiven Umsetzung mittels *Microforecasting* versucht, Bewertungsdifferenzen bei einzelnen Wertpapieren, Sektoren oder Regionen zu identifizieren und durch eine von der Benchmark abweichende Gewichtung eine Überrendite zu erzielen. Auf beiden Stufen hängt der Erfolg des aktiven Portfoliomanagements von der Fähigkeit des Portfoliomanagers ab, Marktineffizienzen zu identifizieren und Prognosen über die Entwicklung der Anlagemärkte zu treffen. Diese Prognosen müssen zudem in sinnvolle Renditeschätzungen und effektive Anlageentscheide umgewandelt werden können, wobei die Kosten der Umsetzung einer aktiven Abweichung von der strategischen Asset Allocation durch die generierten Überrenditen gedeckt werden müssen. Die Ansätze zur Identifikation der Marktineffizienzen können dabei sowohl beim *Microforecasting* als auch beim *Macroforecasting* in technische Analysen, fundamentale Analysen und quantitative Analysen unterteilt werden.

Die Auswahl der internen und externen Portfoliomanager ist dabei von zentraler Bedeutung für die Ergebnisse des aktiven Portfoliomanagements. Bei aktiven als auch bei passiven Mandaten sind die Qualität und die Kosten der Vermögensverwaltung grundlegende Kriterien für die Wahl des geeigneten Vermögensverwalters, bei aktiven Mandaten ist zudem das Potential zur Generierung von Überrenditen mitentscheidend. Während Studien aus dem US-amerikanischen Raum eine kurzfristige Persistenz der aktiven Rendite bei Portfoliomanagern feststellen konnten, konnte im Schweizer Vermögensverwaltungsmarkt keine Nachhaltigkeit der Ergebnisse festgestellt werden. Die nachhaltige systematische Generierung von positiven aktiven Renditen durch den Einsatz von aktiven Mandaten scheint deshalb aus theoretischer als auch aus praktischer Sicht kaum möglich.

## **Ergebnisse der Untersuchung**

Ein Vergleich von internationalen Studien zu den Renditekomponenten von Anlagefonds und Pensionskassen sowie eine eigene Untersuchung zu den Renditen von Schweizer Pensionskassen für die Jahre 2004 bis 2011 zeigen, dass die strategische Asset Allocation den primären Treiber der Portfoliorendite darstellt. Ob dieser Umstand auf den zurückhaltenden Einsatz des aktiven Portfoliomanagements zurückzuführen ist oder ob die strategische Asset Allocation grundsätzlich von überragender ökonomischer Bedeutung ist, kann dabei nicht abschliessend geklärt werden.