

Grenzen der Nachvollziehbarkeit

Performanceverluste durch ALM-Studien

Die Anlagestrategie einer Pensionskasse wird meist auf Basis einer ALM-Studie festgelegt. Die zunehmende Komplexität und falsche Annahmen können dabei zu erheblichen Performanceverlusten führen. Die Qualität der Studien sollte analog der Leistung in der Vermögensverwaltung überprüft werden.

Über die letzten 10 bis 20 Jahre hat der Detaillierungsgrad und die Komplexität der Anlagestrategien von Pensionskassen stetig zugenommen. Dabei sind die Anlagestrategien meist ein Resultat einer vorgehenden Asset- & Liability Management Analyse (ALM-Analyse). Ein konkretes Beispiel illustriert die Entwicklung eindrücklich (siehe Grafik 1).

Die Anlagestrategie 2000 teilt das Vermögen in Aktien, Obligationen und Immobilien auf. Aufgrund der BVV2-Richtlinien erfolgt zusätzlich die Unterteilung in inländische und ausländische Investitionen. Einfach, übersichtlich, verständlich.

Im Verlauf der Jahre kommen weitere Anlageklassen dazu. Aktienengagements in Schwellenländer erhalten eine eigene Quote, alternative Anlagen werden ab 2007 beigemischt. Neben inländischen Immobilien wird diese Anlagekategorie nun auch im Ausland abgedeckt. Bei

Fremdwährungsobligationen werden die Währungsrisiken neu abgesichert.

Detaillierung ohne Mehrwert

Es stellt sich nun die Frage, was diese Anpassungen langfristig gebracht haben. Die Performanceberechnung fällt ernüchternd aus:

Die regelmässigen Anpassungen der Anlagestrategie haben diese Pensionskasse zwischen 2002 und 2013 kumuliert rund 15 Prozent Performance gekostet. Annualisiert beträgt die Rendite der angepassten Anlagestrategie 4.8 Prozent. Hätte man die ursprüngliche Strategie unverändert weitergeführt, wären 5.6 Prozent pro Jahr möglich gewesen.

Bei der Umsetzung der Anlagestrategie gingen über den gleichen Zeitraum weitere 18 Prozent beziehungsweise 1.1 Prozent pro Jahr verloren. Diese Differenz lässt sich wohl mit Unterperformance der ausgewählten Vermögensverwalter und mit Kosten erklären. Gerade die neu implementierten Anlagekategorien zeichneten sich neben mässiger Performance durch hohe Verwaltungsgebühren aus.

Die Differenz zwischen vorgegebener Anlagestrategie und effektiv erzielter Rendite steht meist im Zentrum einer Beurteilung der Anlageresultate und wird genügend untersucht. Demzufolge stehen in diesem Artikel die Auswirkungen von Anpassungen auf Stufe Anlagestrategie im Fokus.

Fehler in der ALM-Studie

Annahmen, die als Basis von ALM-Studien dienen, entsprechen häufig nicht der Realität an den Finanzmärkten. Renditen sind nicht normalverteilt und Extremereignisse treten viel öfter auf als in den gängigen Modellen vorgesehen.

Die Standardabweichung beziehungsweise Volatilität ist als Risikomass für Investitionen ungeeignet. Das Risiko eines Investors besteht nicht darin, dass seine Anlagen schwanken, sondern dass er sein Geld verliert. Es geht um die Qualität einer Investition, also beispielsweise um den Leistungsausweis des Managements, die Substanz in der Bilanz des Unternehmens, die Position im Markt im Vergleich zu den härtesten Konkurrenten oder um die stetige Entwicklung von Umsatz und Gewinn. Ein solches Anlagerisiko lässt sich aber kaum quantifizieren und kann darum nicht in herkömmlichen Berechnungen verwendet werden.

Die in gängigen ALM-Studien verwendeten Korrelationen sind nicht zeitstabil und tendieren gegen eins, wenn die Finanzmärkte gestresst sind. Des Weiteren lässt sich die Illiquidität von Alternativen Anlagen nur unzureichend abbilden.

Die vergangenen Jahre haben zahlreiche Beispiele geliefert, dass Annahmen in ALM-Studien fehlerhaft waren. So haben sich während der Finanzkrise ausländische Immobilieninvestitionen eher wie ausländische Aktien verhalten und nicht gemäss

Wichtige Ansatzpunkte für Stiftungsrat und Anlagekommission

1. Überprüfung der Kernaussagen und Empfehlungen aus der letzten ALM-Studie
 - a. Verständnis für Annahmen
 - b. Kenntnisse über neue Anlagekategorien
2. Umsetzbarkeit der Anlagestrategie
 - a. Umsetzung möglich (Lösungen mit vorhandenem netto Leistungsausweis)
 - b. Umsetzungskosten
 - c. Taktische Beurteilung/ Zeitpunkt der Investition

Autor

Rico Willi
Albin Kistler AG



dem Rendite/Risiko-Profil von Immobilien. Hedge Funds erzielen nicht wie versprochen in jeder Marktphase positive Renditen und sind in der Breite den Beweis schuldig geblieben, durch tiefere Schwankungen und Korrelationen die Effizienz eines Portfolios zu verbessern. In der Anlagekategorie Rohstoffe gibt es auch heute noch kaum Anlagemöglichkeiten für eine Pensionskasse, die sich so verhalten wie auf Stufe Anlagestrategie (gemäss ALM-Studie) erwartet. Rollverluste und sich ver-

ändernde Indexgewichtungen führen dazu, dass zwischen Plan und Umsetzung grosse Abweichungen auftreten.

Taktik statt Strategie

In letzter Zeit konnte zunehmend beobachtet werden, wie taktische Elemente in die Anlagestrategie einfließen. Wer beispielsweise in Unternehmensanleihen investiert, erwartet eine attraktive Entschädigung des zusätzlich eingegangenen Kreditrisikos. Dieser Risikoaufschlag un-

terliegt erheblichen Schwankungen. Wurden Kreditrisiken im Jahr 2009 sehr attraktiv entschädigt, ist heute genau das Gegenteil der Fall. Entsprechende Investitionen müssen also im Rahmen der Anlagetaktik überwacht und gesteuert werden und dürfen unseres Erachtens nicht auf Stufe Anlagestrategie zum Beispiel als Quote für «Hochverzinsliche Obligationen/High Yield» geplant und nur alle drei Jahre hinterfragt und angepasst werden.

Ähnlich verhält es sich auch mit der geografischen Aufteilung der Aktienquote. Investitionen in Schwellenländer können je nach Wirtschaftszyklus mehr oder weniger attraktiv sein. Wer grundsätzlich auf Stufe Anlagestrategie einen Teil der Aktienquote in diese Länder investierte (Stichwort: BRIC), wurde in den letzten Jahren enttäuscht.

Häufige Wechsel von Vergleichsindizes gehören auch in diese Kategorie. So wurden in den letzten zwei Jahren bei Obligationen die Benchmarks auf Indizes mit kürzerer Duration angepasst oder reine Staatsanleihen-Indizes durch solche mit Unternehmensanleihen ersetzt.

Schlussfolgerung

ALM-Studien und – als deren Resultat – die Anlagestrategie erreichen oft einen Detaillierungsgrad und eine Komplexität, die von manchen Stiftungsräten kaum zu bewältigen sind. Wichtige taktische Anlageentscheide werden zunehmend auf Stufe Anlagestrategie verlagert und in der Strategischen Asset Allocation festgehalten. Die durch diesen Trend häufig verursachten Performanceverluste werden nur unzureichend beziffert und hinterfragt, können aber erheblich sein.

Eine Überprüfung der Qualität von Empfehlungen aus ALM-Studien sollte neben der Beurteilung der Umsetzung der Vorgaben durch die Vermögensverwaltung somit gleichermassen stattfinden. ■

