



Die wahren Einschränkungen, vergebene Renditen und ein hanebüchener Schmarren

Investieren Schweizer Pensionskassen angemessen? Zwei Anlagespezialisten diskutieren über Risiken, Langfristigkeit und Diversifikation im Portfolio. Eine kritische Diskussion, die in den Entscheidungsgremien vieler Vorsorgeeinrichtungen so nicht geführt wird.

Interview und Fotos: **Kaspar Hohler**



Ich staune immer wieder, mit welcher geballter Kraft Trends daherkommen. Die empirischen Fakten und die Kosten interessieren kaum mehr.

Roman von Ah ist Gründungspartner sowie Verwaltungsratsdelegierter und Geschäftsleiter der Swiss Rock Asset Management AG. Er ist Mitglied des Vorstands der Schweizer Finanzanalystenvereinigung (SFAA) sowie Verwaltungsratspräsident des Ausbildungszentrums für Experten der Kapitalanlage (AZEK), wo er auch seit über zwei Jahrzehnten Vorlesungen hält. Von Ah hat an der Universität Freiburg promoviert (Dr.rer.pol.).

Wie gut investieren Schweizer Pensionskassen?

Lukas Riesen: Pauschalisierungen sind immer schwierig, weil die Struktur der Kassen sehr heterogen ist. Im Schnitt erfüllen sie die Aufgabe gut. Man nimmt den Strategieprozess ernst, agiert professionell und hat insgesamt eine zweckmässige Allocation.

Roman von Ah: Die Schweiz hat ein differenziertes Vorsorgesystem auf hohem Niveau. Die heutige Prozessorientierung und Standardisierung ist gegenüber den 90er Jahren eine sehr gute Leistung. Offene Fragen liegen in den Bereichen Anlagerenditen, individualisierte Leistungsziele und nicht existente Inflationskom-

pensation. Im Zweifel positionieren sich Kassen eher konservativ. Es lohnt sich drüber nachzudenken, was auch sein könnte.

Riesen: Die Frage, was sein kann, bringt immer auch die Diskussion über die Rahmenbedingungen mit sich. Wären die Rahmenbedingungen anders, würde natürlich einiges drin liegen in Bezug auf andere Risikoniveaus. Aber wir haben nun mal viele gesetzliche Garantien, was politisch so gewollt ist.

Von Ah: Welche Garantien meinen Sie?

Riesen: Die Garantie der Spareinlagen, man kann keine Negativzinsen belasten; als Rentenbezüger habe ich die Garantie, dass die Rente nie unter den Anfangs-

wert sinken darf. Natürlich wären die Leistungen im Durchschnitt, im Erwartungswert höher, wenn wir weniger Garantien hätten. Unter den gegebenen Rahmenbedingungen ist die Situation hinsichtlich Anlagerisiken meines Erachtens ausgewogen.

Die entscheidende Einschränkung sind also die Leistungsgarantien und nicht die BVV 2?

Riesen: Ja. Ich finde die Diskussion über das Korsett von BVV 2 merkwürdig. Ich habe nie erlebt, dass BVV 2 eine Einschränkung gewesen wäre – es sei denn, man war wirklich unvernünftig, und dann war gut, dass sie gegriffen hat.

”

Ich bin skeptisch, ob alternative Anlagen wirklich viel zusätzliche Diversifizierung bringen. Oft verstecken sich dahinter ähnliche Risikofaktoren wie bei klassischen Anlagen.

Lukas Riesen ist Partner und Mitglied der Geschäftsleitung bei PPCmetrics. Im Unternehmen, für das er seit 2007 tätig ist, leitet er die Ressorts Asset Liability Management und Actuarial Consulting sowie Human Resources. Riesen verfügt über einen Master of Science in Economics der Universität Bern und ist CFA. Er engagiert sich als Lehrperson an den KGP-Seminaren sowie an Schulungen von vps.epas.



Schweizer Pensionskassen haben einen Anagemix, der sich über die Jahre in kleinen Schritten änderte.¹ Über die Tiefzinsjahre gab es eine gewisse Verschiebung von Obligationen zu illiquideren Anlagen, sonst haben wir ein recht statisches Bild. Nehmen die Pensionskassen mit dieser Asset Allocation ein sinnvolles Mass an Anlagerisiken?

Von Ah: Im internationalen Vergleich sind wir bei der Aktienquote klar zu konservativ, was auch an den Rahmenbedingungen liegt. Störend ist für mich, dass die Pensionskassen an den falschen Orten nach Verbesserungen suchen. Man glaubt mit alternativen Anlagen auf miraculöse Art Mehrerträge realisieren zu können. Die Empirie dazu ist schwach; Private Equity ist keine Anlagekategorie. Dennoch wollen alle diese teuren, illiquiden Anlagen. Die Produkte werden als weniger volatil und tiefer korreliert angepriesen. Das ist einzig der Bewertungsmethodik zuzuschreiben, die nichts mit (gehandelten) Marktpreisen zu tun hat. Die Produktanbieter haben enorme Margen und überlange Kündigungsfristen.

Wo sehen Sie die Schweizer Pensionskassen hinsichtlich Anlagerisiken, Herr Riesen?

Riesen: Vor Jahren durfte ich einem ausländischen Finanzchef das BVG erklären, der mit der Frage kam, wieso die Aktienquote so tief ist. In den USA sei sie höher. Ich erklärte ihm, was es alles an Garantien gibt in der Schweiz, was man nicht ändern kann. Am Schluss der Sitzung fragte er sich, wieso die Aktienquote denn so hoch sei. Wir sind extrem abhängig von dem, was das Gesetz an Garantien vorschreibt. Klar könnten wir höhere Aktienquoten haben, wenn wir nicht diese Vorgaben hätten. Im Übrigen sind wir risikoreicher unterwegs als auch schon.

Wie sehen Sie die angesprochene Entwicklung hin zu illiquiden, alternativen Investments?

Riesen: Lange nicht alle alternativen Anlagen haben das geliefert, was sie versprochen haben. Und wir haben in der Umsetzung Herausforderungen in Bezug auf die Komplexität. Oft fehlt die Transparenz und die Anlagen sind meist illiquid, was eine Bewertungsdiskussion mit sich bringt und die Problematik, dass die



Die Illiquiditätsprämie wird von der Finanzindustrie abgeschöpft. Will man Renten vorfinanzieren, so ist dies furchtbar.

Roman von Ah

Kasse nicht so schnell raus kann, wie sie vielleicht möchte.

Häufig laufen alternative Anlagen unter der Fahne der Diversifikation. Trägt dieses Argument?

Riesen: Unumstritten ist, dass es so etwas wie eine buchhalterische Diversifikation gibt, weil wir eine Verzögerung in der Bewertung haben. Welche Kassen sind im Jahr 2022 besonders gut gewesen? All die, die viele illiquide Anlagen hatten. Und wer schwang im Jahr 2023 oben aus? All die, die fast keine illiquiden Anlagen hatten. Natürlich gibt es in der Zahl, die man publiziert, einen Diversifikationseffekt. Eine ökonomische Diversifikation ist es aber nicht immer.

Eine ökonomische Diversifikation ist nicht gegeben?

Riesen: Ich bin skeptisch, ob alternative Anlagen wirklich viel zusätzliche Diversifizierung bringen. Oft verstecken sich dahinter ähnliche Risikofaktoren wie bei klassischen Anlagen – Zinsrisiken, Aktienrisiken, teils Immobilienrisiken, Rohstoffrisiken. Für grosse Investoren können alternative Anlagen ein spannendes Steinchen sein, das im Mosaik noch fehlt. Aber man muss sehr genau schauen, dass man nicht einfach einen vorhandenen Risikofaktor auf andere Art und Weise ins Portfolio nimmt.

Wie steht es um die Illiquiditätsprämie? Diese wird oft als Perfect Match ins Feld

geführt, da Pensionskassen als langfristige Investoren hier eine Zusatzprämie abholen können.

Riesen: Einerseits ist es wahnsinnig schwierig, diese Liquiditätsprämie nachzuweisen und zu schätzen. Wir sind hier wieder bei der Bewertungs- und Datenproblematik. Andererseits ist der Zeithorizont zu relativieren: Es wäre toll, wenn wir investieren könnten und zwanzig Jahre nicht hinschauen müssten. Aber das ist nicht die Praxis. Kommt es zu einer Teilliquidation, ist der langfristige Anlagehorizont plötzlich nicht mehr gegeben.

Von Ah: Ich finde es toll, dass PPCmetrics meine Ansichten hinsichtlich Risikoprämien teilt. Ich würde es noch klarer ausdrücken: Die Illiquiditätsprämie wird von der Finanzindustrie abgeschöpft. Will man Renten vorfinanzieren, so ist dies furchtbar. Und die Märchenstunde der tiefen Volatilität und Korrelation, die Sie differenziert diskutiert haben, ist einfach ein hanebüchener Schmarren. Eigentlich lernten wir es schon 2008, als Yale und Harvard mit ihren illiquiden Anlagen in ein Desaster liefen. Calpers, die grösste amerikanische Pensionskasse, hat sich bis heute nicht von den Notverkäufen erholt, die sie 2008 machen mussten.

Sie sprechen mit diesen Beispielen insbesondere Private-Equity-Investitionen an, die sich bei Schweizer Pensionskassen zunehmender Beliebtheit erfreuen.

Von Ah: Ich würde als Pensionskasse niemals in Private Equity investieren, aber aus einem anderen Grund: Als Anleger möchte ich für die damit verbundenen Risiken mit Laufzeit-, Kredit-, Aktien-, Bewertungs-, Kapitalisierungs- und Illiquiditätsprämie entschädigt werden, was 12 bis 15% pro Jahr ergibt. Das findet aber nicht statt. Nicht deswegen, weil es in Teilbereichen von Private Equity nicht möglich wäre. Sondern weil die Prämie bei den Produktanbietern landet und nicht beim Kunden. Der beste Beleg dafür ist das Private-Equity-Unternehmen Partners Group, dessen kotierte Aktie eine sensationelle Investition war.

Die Anbieter alternativer Anlagen versprechen aber durchaus ansprechende Renditen.

Von Ah: Wenn eine Pensionskasse mit 5% oder bei Infrastruktur mit 3% zufrieden ist, dann sind die beschriebenen Risiken schlicht nicht entschädigt. Man weiss dann wirklich nicht, was man tut. Für 3%

¹ Eine entsprechende Übersicht publizieren wir quartalsweise, so auch in dieser Ausgabe auf Seite 74.

will ich mein Geld doch nicht zehn Jahre blockieren und erst am Ende der zehn Jahre wissen, ob meine Investition überhaupt rentiert. Die Anbieter verdienen indes garantiert über zehn Jahre daran, der Investor kommt ja nicht mehr raus. Die Illiquiditätsprämie gibt es, aber sie landet im Sack der Anbieter. Ich sehe daher den Nutzen dieser Anlagen nicht.

Riesen: Unser Job ist es, dafür zu sorgen, dass die Illiquiditätsprämie bei den Investoren landet und nicht in der Tasche der Vermögensverwalter. Daher sind wir im alternativen Anlagebereich manchmal auch kritisch.

Wenn eine Anlagekategorie stärker nachgefragt wird, wächst das entsprechende Produktangebot – oder wächst das Produktangebot vor der Nachfrage? Wie resistent sind Pensionskassen gegenüber den Trends der Finanzindustrie?

Von Ah: Seit ich Geld verwalte, also seit Ende der 80er Jahre, kamen immer wieder neue Geschichten auf – gehebelte Zinsprodukte, Emerging Markets, Hedge Funds und so weiter. Einige Trends funktionierten als kleines Marktsegment in den ersten Jahren, nach ihrer Verbreitung hatte niemand mehr Freude daran. Man kann dies auch bei Fonds beobachten: Wenn etwas drei Jahre gut läuft, kommen die Produkte. Im grossen Stil lanciert fließt dann zu viel Geld in die Nische und die Renditen sinken. Aktuell können wir dies bei Infrastruktur beobachten. Ich staune immer wieder, mit welcher geballter Kraft diese Trends dann daherkommen. Die empirischen Fakten und die Kosten interessieren kaum mehr.

Riesen: Ich möchte die institutionellen Anleger etwas in Schutz nehmen. Es springen nicht alle immer auf den neuesten Trend auf. Ganz wesentlich ist die Überlegung: Was steckt hinter dieser neuen Anlagekategorie? Ist es eine neue Risikoprämie? Meist fallen neue Risikoprämien nicht einfach so vom Himmel. Man muss sich gut überlegen, ob es eine echte Ergänzung zum Portfolio oder einfach alter Wein in neuen, meist teuren Schläuchen ist. Aber steht am Anfang eines neuen Trends Angebot oder Nachfrage? Wohl ein wenig von beidem, es bedingt sich gegenseitig. Die Aufgabe der Vermögensverwalter ist es, Investoren Zugang zu Investitionen zu verschaffen, neue Anlagekategorien überhaupt zu erschliessen. Das machen sie nur, wenn sie eine Grundnachfrage sehen. Ein Produkt zu lancieren bringt viel Aufwand mit sich.



Ich finde die Diskussion über das Korsett von BVV 2 merkwürdig.

Lukas Riesen

Und wenn man dann ein Produkt hat, eine Erstinvestition, wird es vermarktet, was zu zusätzlicher Nachfrage führt.

Von Ah: Aber wenn es im Gesetz steht, es eine Quote und auch politischen Druck gibt, traut sich doch niemand zu sagen, das machen wir nicht. Attraktive Margen für die Anbieter tun das Übrige.

Riesen: Sie sprechen Infrastruktur an. Die Investoren, die ich sehe, interessierte diese neue Quote nicht. Seien wir ehrlich: Die Gesetzesänderung änderte ökonomisch überhaupt nichts. Wir konnten vorher in Infrastruktur investieren und können es nachher, es wird jetzt einfach anders angeschrieben.

Die Diskussion über Infrastruktur wurde bei den Pensionskassen durch die neue Quote aber dennoch befeuert, ob die Quote nun sinnhaft ist oder nicht.

Riesen: Die Politik war transparent, sie wollte die Infrastruktur vom «latenten Stigma» der alternativen Anlagen befreien, das steht in der entsprechenden Motion. Vielleicht fühlen sich so effektiv ein paar Investoren komfortabler damit.

Von Ah: Ich habe diesen Druck in Anlagekommissionen selber erlebt. Für mich ist bei Infrastruktur klar: Es gibt wenig belastbare Renditeevidenz für diese Anlagen, die Kosten sind zu hoch und der Exit nicht möglich oder prohibitiv teuer. Schon bei grossen Kassen ist das herausfordernd; bei mittleren und kleinen kommen dann zusätzliche Kostenebenen rein.

Riesen: Da unterscheiden wir sehr stark: Bei den Grossen kann man den Case eher machen. Kann man ein Infrastrukturportfolio für eine halbe Milliarde zusammensetzen, ist das einfach etwas anderes, als wenn man 10 Mio. in ein Standardprodukt investiert, das mehrere Kostenebenen hat.

Werfen wir einen Blick auf die Entscheidungsgremien: Die Milizstruktur bringt es mit sich, dass ein Laiengremium mitunter komplexe Anlageentscheide fällen muss. Kann das funktionieren?

Von Ah: Gibt es überhaupt eine sinnvolle Alternative? Das ist vermutlich nicht realistisch und Zentralismus schon gar keine Lösung. Alle Themen, über die ein Stiftungsrat zu entscheiden hat, sind komplex, nicht nur im Anlagebereich. Das macht es für jemanden, der intellektuell interessiert ist, spannend ohne Ende. Gleichzeitig ist dies die Kehrseite: Steht eine Empfehlung im Raum, vielleicht mit zwei oder drei Alternativen, wird nicht mehr diskutiert. Ich äussere in meinen Eingaben zu Requests for Proposal (RFP) von Pensionskassen oft einige Zusatzüberlegungen. Ich habe noch nie irgendeine Interaktion dazu erlebt. Die Kunden lesen die Empfehlung des Consultants und machen das. Punkt.

Sie vermissen die Diskussion in den Gremien?

Von Ah: Ja, das ist die Schwierigkeit des Milizgremiums. Eine Diskussion über Annahmen oder Modelle findet nicht statt. Das führt zur Frage: Gibt es eine einzige Lösung, «one size fits all»? Oder sollte es nicht eher Richtung «Anything goes» gehen, der Anerkennung, dass es mit guten Gründen alternative Vorgehensweisen gibt? Diese Art Diskussion findet bedauerlicherweise kaum statt. Auch ein rückblickend kritisches Hinterfragen der einmal festgelegten Strategie wird nicht gemacht. In den Anlagekommissionen, ich war in einigen in meinem Berufsleben, bilden genuin anlageerfahrene Leute eine klare Minderheit. Damit haben wir ein heikles Konvolut: enorm komplexe Fragen, einen Stiftungsrat, der hofft, dass er diese an die Anlagekommission delegieren kann und daneben kluge, gute, strukturierte Analysen, die für Laiengremien sehr schwierig auch nur im Ansatz zu erfassen sind. Eine bessere Alternative sehe ich jedoch nicht.

Riesen: Für mich ist die Frage nicht Miliz ja oder nein, sondern wie viel Interesse,

Zeit und Energie die Leute haben, sich dem Thema zu widmen. Das sieht man gerade bei der Strategiediskussion: Ein Milizgremium kann dieses Thema ernst nehmen oder es in einer halben Stunde durchhaben wollen. Die Leute auf das Niveau bringen, dass sie entscheidungsreif sind, ist kein Problem, es braucht Ausbildung. Wenn das gegeben ist, habe ich null Probleme mit der Milizstruktur. Wenn nicht, ist es schwieriger, das ist die Herausforderung von Milizämtern.

Und die Frage des «Anything goes»? Insgesamt ist das Feld der Schweizer Pensionskassen relativ nahe beieinander hinsichtlich Anlagestrategie. Ist ein gewisser Herdentrieb die Konsequenz der Milizstruktur und der starken Position von Beratern?

Riesen: Ich nehme dies nicht so wahr, auch wenn ich es immer wieder höre. Ich habe einen Kunden, der hat 0% Aktien, und einen, der eine Aktienquote von über 50% hat. Das ist doch ein rechter Unterschied.

Von Ah: Wir reden aber vom Durchschnitt. Und im Durchschnitt ist es so, dass die Leute dort sein wollen, wo alle anderen sind. Ich hatte viele Jahre eine starke Minderheitsposition bei der indexierten Positionierung von Bonds. Tiefere Zinsen führen – ohne dass dies irgendjemand entschieden hat – automatisch zu höheren Zinsrisiken (Duration). Die Akzeptanz dieser ungeplanten Durationserhöhung im ökonomisch grotesken Negativzinsumfeld war nicht nur offensichtlich unsinnig, sondern ein erbärmlich schlecht entschädigtes Zusatzrisiko. Es wurde aber gemacht, mit der Begründung, wenn die Märkte schlecht laufen,

halten die Bonds. Die Begründung war schon vorher falsch, spätestens 2022 wurde es dann allen klar. Doch kaum jemand traute sich aufzumucken oder abzuweichen.

In den letzten 10 bis 15 Jahren sahen wir einen starken Trend zu Passivierung und Kostenoptimierung. Sind wir damit an einem gesunden, vernünftigen Punkt oder wurde die Entwicklung übertrieben?

Riesen: Vorweg ist zu sagen, dass dies eine globale, massive Entwicklung war, nicht nur bei Schweizer Pensionskassen. Zweitens: Man muss unterscheiden zwischen der Umsetzung aktiv/passiv und der Wahl des Indexes. Oft wird zu wenig diskutiert, welchen Index man nachbilden möchte. Der Trend zur Passivierung kommt auch daher, dass einige Vermögensverwalter am Ende des Tages risikoadjustiert keine Mehrrendite brachten. Im Durchschnitt ist es eine sehr grosse Herausforderung, eine Mehrrendite zu erzielen. Da sagten sich viele Investoren, nicht nur in der Schweiz, wir setzen einen Teil des Vermögens indexiert um.

Von Ah: Indexierung ist die Absicherung von Ignoranz. Sie sagen aber, wo das Problem ist: Es ist überhaupt nicht klar, welcher Index gewählt werden soll. Die Wahl des Indexes ist ein eminent aktiver Entscheid, der oft zu wenig hinterfragt wird. Dass man eine vernünftige Kostenstruktur hat, gute Konditionen herausholt als Pensionskasse, ist unkontrovers. Wenn man aber nur noch eine Kosten- und keine Strategiediskussion mehr führt, ist man an einem schwierigen Ort.

Riesen: Interessant bei der Kostendiskussion ist, dass sie oft sehr intensiv geführt

wird bei den liquiden Anlagen und etwas entspannter bei den illiquiden Anlagen. *Von Ah:* Es ist effektiv haarsträubend, wie viel Rendite man sich vergibt mit Privatmarktanlagen, namentlich Private Equity und Infrastruktur. Wenn der Index der einzige Renditetreiber wäre, müsste man alles indexieren. Es ist aber empirisch genügend gut belegt, dass dem nicht so ist. So lässt sich etwa mit Faktor-Investing mittel- und langfristig mehr Rendite erzielen. Darüber sollten wir reden, nicht über illiquide Anlagen. Man muss dann aber bereit sein, sich vom Ein- bis Dreijahres-Beurteilungshorizont zu lösen. Da ergibt sich aber das Problem, dass viele Pensionskassen sich in zu kurzen Zeitperioden bewegen, stets die Marktrendite erwarten. Auch hierzu fehlt die Diskussion in den Pensionskassen. Es gibt zu wenig Austausch, der auch der Finanztheorie und Empirie gerecht wird, und die Pensionskassen zeigen kaum Interesse.

Geben Sie bitte zum Schluss unseren Leserinnen und Lesern eine Kernüberlegung, einen Denkanstoss mit auf den Weg.

Riesen: Man sollte ganz, ganz genau überlegen, was wirklich im Portfolio ist. Welche Risikofaktoren stecken in den Anlagen? Beim Stichwort Diversifikation nicken immer alle, aber das soll man sich bis ins Detail überlegen.

Von Ah: Pensionskassen sollten so viel Aktieninvestitionen machen, wie sie überhaupt nur können, wie sie zu tragen bereit sind, gut diversifiziert und zu sinnvollen Kosten. Der ganze Rest, den wir diskutieren, ist von klar untergeordneter Bedeutung, inklusive seines Ertragspotenzials. |

Werbung Publicité

Rätzel

lösen ist unsere Leidenschaft. Darum finden wir gemeinsam mit Ihnen die beste Lösung für die Rückdeckung der Risiken Tod und Invalidität in der 2. Säule.

Profitieren auch Sie:
pkrueck.com/vorteile

pkrück