

BVG-Arena der Innovation Zweite Säule vom 6. Februar 2017 im Käfigturm Bern

Kurzbericht

Der Wert des Risikos anhand des Beispiels der Pensionskasse Lombard Odier

Die Anlagestrategien der Schweizer Pensionskassen stehen heute vor grösseren Herausforderungen denn je. Im Null- oder Negativzinsumfeld hat eine traditionelle, historisch erfolgreiche Anlagestrategie nur eine geringe Wahrscheinlichkeit, die vorgegebene Sollrendite einer PK zu erreichen. Als Antwort auf die heutigen Herausforderungen hat die PK Lombard Odier einen ergebnisorientierten Ansatz umgesetzt. Dieser Ansatz zielt auf eine strenge, effiziente Kontrolle des Verlustrisikos, um erfolgreich durch das Tiefzinsumfeld zu steuern.

Die Pensionskassen befinden sich in einer ihrer Kernaufgaben, der Anlage des Vorsorgevermögens, in einer ausserordentlich schwierigen Situation. Die Kapitalmärkte haben sich strukturell verändert. Renditeerwartungen mussten angepasst werden. Sichere Anleihen, traditionell der grösste Anteil eines PK-Portfolios, werfen höchstens geringe, oft gar negative Renditen ab. Zudem wird der sich abzeichnende Zinsanstieg Kursverluste zur Folge haben, verschärft durch längere Durations, welche sich im Markt durchgesetzt haben. Auch die Liquidität dieser Anlageklasse hat sich infolge der strengeren Bankenregulierung vermindert. Bei den Aktien sind nach einem langen Aufschwung hohe Bewertungen erreicht; nur bei einer weiterhin guten Wirtschaftsentwicklung sind weitere Kursanstiege zu erwarten. Dies gilt auch für Immobilienanlagen, welche bis anhin einen zuverlässigen Renditebeitrag geleistet haben. Angesichts steigender Leerwohnungsziffern sind hier die Aussichten ungewiss geworden.

Als Antwort auf die aktuellen Herausforderungen hat die PK Lombard Odier ihr Anlageportfolio neu strukturiert. Die ergebnisorientierte Portfoliokonstruktion beginnt damit, Investitionsziele, -präferenzen und -beschränkungen zu formulieren:

Ziel	Erläuterung	Ziel PK LO
• Einkommensziel	Zinsen, Dividenden, Ausschüttungen	1% Portfoliorendite
• Ertragsziel	Anforderung an das Kapitalwachstum	Cash + 4%
• Risikotoleranz	Volatilität / Maximum Drawdown und Verlusttoleranz bezüglich der Bonität	max. 14% erwarteter Fehlbetrag (Expected Shortfall), vergleichbar mit ~5% Volatilität
• Liquiditätsbedarf	unerwarteter Liquiditätsbedarf, also minimales Kontingent; und erwarteter Liquiditätsbedarf, also Zieleinkommen	Ca. 25% in liquiden Instrumenten; max. 35% in illiquiden Vermögenswerten

Um diese Ziele zu erreichen, wird das Vermögen auf 4 Teil-Portfolios aufgeteilt. Jeder dieser Bausteine muss bestimmte Eigenschaften aufweisen:

	Eigenschaften	Komponenten
1. LIQUIDITÄT (Anteil 25%)	Diversifiziertes Portfolio liquider Vermögenswerte (soll sich insgesamt wie ein Obligationenportfolio in „normalen“ Zeiten verhalten). Ziele: Einkommen 0%, Ertrag 4%, Risiko max. -10%, Liq. täglich	Staats- und Unternehmensanleihen, High Yield und Emerging Markets; Aktien Industrieländer und EM, Rohstoffe
2. EINKOMMEN (Anteil 27%)	festverzinsliche Vermögenswerte, liquide und illiquide. Ziele: Einkommen 1 bis 6%, Ertrag 1 bis 7%, Risiko max. -5% bis -20%, Liq. 1 - 10 Jahre	Unternehmensanleihen, Cross Over, High Yield, Private Debt, Infrastruktur, Insurance Linked Bonds, Immobilien CH
3. WACHSTUM (Anteil 36%)	Langfristige Anlagen & Positionen mit hoher Überzeugung. Ziele: Einkommen 1% bis 2%, Ertrag 5 bis 12%, Risiko max. -15 bis -30%, Liq. 1 - 10 J.	Globale Aktien, Schwellenländer, Wandelanleihen, Private Equity, unkorrelierte Illiquidität
4. SCHUTZ (Anteil 12%)	Diversifizierte Vermögenswerte & Sicherungsstrategien. Ziele: Einkommen 0%, Ertrag 0 bis 1%, Risiko max. -10%, Liq. täglich	Inflation-Linked Bonds, Risk-Based Overlay, Currency Overlay

Die Bausteine des Portfolios:



Das Resultat ist ein Anlageportfolio, welches eine höhere Wahrscheinlichkeit hat, die Ertragsziele zu erreichen und dabei gleichzeitig das Risiko im Griff behält.

Das Portfoliomanagement hat die Aufgabe, laufend (d.h. täglich) die folgenden Fragen zu überprüfen:

- Halten wir das Risikoniveau unter dem maximalen Verlust, den die Pensionskasse verkraften kann?
- Tun wir unser Möglichstes, um das Risiko in Ertrag zu verwandeln?

Die PK LO hat diesen Ansatz seit 2009 implementiert. Die Ziele wurden bisher ausnahmslos erreicht. In einzelnen Jahren gab es zwar auch Verluste; aber die vorgegebene maximale Verlustgrenze wurde weder erreicht noch überschritten.

In der Diskussion wurde die Frage nach den Kosten dieser relativ komplexen Anlagemethode gestellt. Laut Economou betragen sie bei der PK Lombard Odier insgesamt 35 Basispunkte. Die Kosten wurden im Stiftungsrat eingehend angesehen. Bei illiquiden Anlagen wurden auch 1% – 2% akzeptiert. Bei einem Hedge Fund Manager, welcher über eine lange Periode eine Nettorendite von 13% erreichte, wurden ausnahmsweise auch 6% toleriert.

Natürlich hat die PK LO den Vorteil, dass der notwendige Sachverstand im Haus ist. Economou ist allerdings der Ansicht, dass das Management dieses ergebnisorientierten Ansatzes nicht sehr kompliziert sei. Es sollte möglich sein, dass der Markt diese Möglichkeit kostengünstig auch für kleinere Vorsorgeeinrichtungen bietet. Der Ansatz setzt nicht voraus, dass der Stiftungsrat im Detail versteht, wie er umzusetzen ist. Er muss natürlich entsprechende Experten beiziehen, wie auf anderen Gebieten auch.

In der BVG-Arena wurde eine Methode dargestellt, mit deren Hilfe es auch unter den aktuellen schwierigen Kapitalmarktverhältnissen möglich war, über 7 Jahre bei begrenztem Risiko eine Nettorendite von gut 3% zu erzielen. Voraussetzung ist, dass die Risikobeiträge jedes einzelnen Anlageinstruments im Vordergrund stehen. Damit kann das Gesamtrisiko täglich ermittelt werden, so dass bei Bedarf zeitgerecht entsprechende Massnahmen getroffen werden können.

22.02.2017 / Ernst Rätzer