



PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research. www.ppcmetrics.ch

Research Paper Nr. 2 / 2014

**Was können Schweizer Pensionskassen von Endowment
Funds lernen?**



Management Summary

US Endowment Funds haben in den letzten Jahren höhere Renditen als Schweizer Pensionskassen erwirtschaftet. Dieser Umstand ist primär auf den höheren Anteil risikoreicher Anlagen zurückzuführen, da Endowment Funds aufgrund niedrigerer fixer Verpflichtungen eine höhere Risikofähigkeit aufweisen. Risikobereinigte wirtschafteten Schweizer Pensionskassen besser als der durchschnittliche US Endowment Fund. Die Fonds der drei renommierten Eliteuniversitäten Harvard, Yale und Princeton sind als Spezialfälle zu betrachten. Vieles deutet jedoch auch bei ihnen darauf hin, dass sie nicht über spezielle Fähigkeiten verfügen, sondern für das Eingehen höherer Risiken langfristig mit einer höheren Rendite entschädigt werden.

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung.....	4
2. Anlagestrategie von Endowment Funds.....	4
3. Performance von Endowment Funds.....	5
4. Sind die grössten Endowment Funds besser als der Markt?.....	7
5. Fazit.....	8
6. Literatur.....	9

1. Einleitung

Die hohe Rendite berühmter amerikanischer Endowment Funds veranlasste verschiedene Vertreter der Investorenengemeinschaft zum Aufruf, dass Schweizer Pensionskassen sich vermehrt an diesen orientieren sollten. Beispielsweise verglich die Swiss Private Equity & Corporate Finance Association (SECA) während ihrer Jahresmedienkonferenz 2012 die Performance von Schweizer Pensionskassen mit jener der Endowment Funds von Harvard und Yale und zog die Schlussfolgerung, dass Schweizer Pensionskassen vermehrt in Private Equity investieren sollten. In diesem Research Paper werden Endowment Funds analysiert, insbesondere deren Investitionsstrategie und Performance, um mögliche Ansatzpunkte für Schweizer Pensionskassen zu finden.

2. Anlagestrategie von Endowment Funds

Ein Endowment Fund ist ein Investitionsfonds, der von einer Institution wie einer Universität, einer Non-Profit-Organisation oder einem Spital ins Leben gerufen wurde. Gespiessen werden diese Fonds primär durch Beiträge von Spendern, welche vom Fonds aber keinen materiellen Gegenwert erwarten, d.h. es bestehen keine grösseren fixen Verpflichtungen. Die Gewinne solcher Fonds werden zwar für Ausgaben der Universität verwendet, jedoch sind diese Ausgaben nur zum Teil fix; z.B. können geplante Investitionen wie den Bau eines neuen Universitätsgebäudes verschoben werden. Genau dies ist ein wesentlicher Unterschied zu den Schweizer Pensionskassen: Diese sind verpflichtet, Renten inkl. einer Mindestverzinsung zu zahlen. Die teilweise flexiblen Verpflichtungen der Endowment Funds führen dazu, dass deren Risikofähigkeit im Vergleich zu Schweizer Pensionskassen höher und der Anlagehorizont länger ist. Aus diesem Grund können Endowment Funds risikoreicher investieren.

Die Endowment Funds sind seit den 20er-Jahren bekannt für ihre innovativen Anlagestrategien. So gehörten sie zu den ersten institutionellen Investoren mit einem sehr hohen Aktienanteil, was sich langfristig in einer überdurchschnittlich hohen Rendite ausgezahlt hatte. In den 90er-Jahren investierten Endowment Funds vermehrt in Alternative Anlagen wie Private Equity, Hedge Funds oder Infrastrukturanlagen. Das Ziel dabei war, eine zusätzliche Diversifikation zu erreichen, Zugang zu besonders talentierten Vermögensverwaltern („Alpha“) zu erhalten sowie eine Illiquiditätsprämie zu erwirtschaften.

Abbildung 1 zeigt die aktuelle Allokation in Alternative Anlagen der drei berühmtesten Endowment Funds.

Abbildung 1: Alternative Anlagequote der wichtigsten Endowment Funds

Anlageklasse	Harvard	Yale	Princeton
«Real Assets» (Immobilien, Timber, Infrastruktur etc.)	23%	27%	18%
Private Equity	16%	31%	31%
Absolute Return	15%	20%	26%
Commodities	2%	-	-
Total Alternative Anlagen	56%	78%	75%

Quelle: Geschäftsberichte und Presseberichte der Endowment Funds, Fiskaljahr 2012/2013

Bei einer genaueren Betrachtung der Anlageallokation dieser Endowment Funds lässt sich Folgendes feststellen: Der Anteil Alternativer Anlagen ist im Vergleich zu Schweizer Pensionskassen, welche im Durchschnitt mit rund 5% in dieser Anlageklasse investiert sind (exkl. Immobilien), sehr hoch. Zudem bestehen zwischen den Endowment Funds wesentliche Unterschiede. Beispielsweise investiert Yale 31% in Private Equity, während Harvard nur 16% in diese Anlageklasse investiert. Aufgrund dieser Unterschiede lässt sich ableiten, dass es kein klassisches, einfach übertragbares „Endowment Konzept“ gibt.

3. Performance von Endowment Funds

Wie schlägt sich die unterschiedliche Allokation von Endowment Funds im Vergleich zu Schweizer Pensionskassen auf die Performance nieder? Abbildung 2 gibt dabei eine Antwort, wobei die Renditen der Endowment Funds den jeweiligen Jahresberichten entnommen worden sind (Geschäftsjahr ist jeweils Juli bis Juni). Die mit NACUBO¹ gekennzeichnete Spalte zeigt die Rendite des durchschnittlichen US-amerikanischen Endowment Funds. Alle Renditen wurden in CHF währungsgesichert, um von der Frankenstärke abstrahieren zu können.

¹ Die National Association of College and University Business Officers (NACUBO) ist eine Mitgliederorganisation, welcher rund 2'500 US Colleges, Universitäten und andere Institutionen der höheren Berufsbildung angehören. NACUBO veröffentlicht einmal jährlich die „Commonfund Study of Endowments“, eine umfassende Studie zur Anlageperformance der US-amerikanischen Endowment Funds.

Die Rendite der drei erwähnten Endowment Funds war von Juli 2003 bis Juni 2013 klar höher als diejenige von Schweizer Pensionskassen, während die Rendite des durchschnittlichen US Endowment Funds nur leicht besser war. Die höhere Rendite ist primär auf höhere Anlagerisiken zurückzuführen, welche sich insbesondere im Jahr 2008/2009 (Juli bis Juni) in hohen Verlusten niedergeschlagen haben, als der durchschnittliche US Endowment Fund eine negative Rendite von -19.1% hinnehmen musste. Harvard, der renommierteste Endowment Fund, musste im Jahr 2008/2009 gar einen Verlust von -28.3% hinnehmen. Im Vergleich hierzu verlor die durchschnittliche Schweizer Pensionskasse von Juli 2008 bis Juni 2009 nur -5.3%.

Abbildung 2: Performance von Endowment Funds und Schweizer Pensionskassen

Kennzahlen p.a.	Harvard	Yale	Princeton	NACUBO ¹	CH PKs ²	Pictet BVG 40 Plus ³
Rendite 2008/09	-28.3%	-25.0%	-23.9%	-19.1%	-5.3%	-8.5%
Rendite 2003 - 2013	9.5%	9.4%	9.1%	5.5%	3.7%	4.1%
Volatilität	13.6%	13.6%	12.4%	10.9%	6.0%	8.1%
Rendite/Risiko-Quotient	0.70	0.69	0.74	0.51	0.62	0.51

Berechnung: PPCmetrics. Datenquelle: Geschäftsberichte der Endowment Funds, NACUBO, Credit Suisse, Bloomberg.

¹ NACUBO Commonfund Study 2013; Durchschnitt US Universitäts-Endowment Funds.

² Credit Suisse Pensionskassen Index.

³ Ab 2006 inkl. Alternative Anlagen.

Wie sieht der langfristige Vergleich aus, wenn die Rendite um das Risiko bereinigt wird? Es zeigt sich, dass Schweizer Pensionskassen ex post betrachtet nicht schlechter, sondern eher besser investiert waren als der durchschnittliche US Endowment Fund. Auch gegenüber den drei grossen Endowment Funds liegen Schweizer Pensionskassen nicht weit zurück. Zusätzlich ist zu beachten, dass die Kennzahl der Volatilität das Risiko bei illiquiden Anlagen unterschätzt. Der Rendite/Risiko-Quotient in Abbildung 2 fällt für die drei Endowment Funds von Harvard, Yale und Princeton aufgrund des hohen Anteils illiquider Anlagen wohl tendenziell zu hoch aus.

Zudem müssen die Endowment Funds von Harvard, Yale und Princeton nach Aussagen vieler Experten auch als Spezialfälle gesondert betrachtet werden. Es wird argumentiert, dass neben den enormen personellen und spezialisierten Ressourcen und dem vorhandenen Know-how (Harvard beschäftigt rund 200 Mitarbeiter mit einem Durchschnittslohn von USD 300'000) die drei Eliteuniversitäten vor allem auch eine stark ausgeprägte Alumni-Tradition verbindet. Diese soll sich nicht nur bei den Spenden in Form hoher Kapitalzuflüsse positiv auswirken,

sondern sie soll den Endowment Funds entscheidende Vorteile im Zusammenhang mit der Rekrutierung von Talenten sowie möglicherweise auch mit speziellen Private Equity Deals bringen.

4. Sind die grössten Endowment Funds besser als der Markt?

Damit stellt sich die Frage, ob die Endowment Funds der Top Universitäten („Ivy League“) aufgrund ihrer speziellen Fähigkeiten wirklich einen Mehrwert gegenüber dem Markt (sog. „Alpha“) generieren oder ob sie nur für das Eingehen systematischer Marktrisiken entschädigt werden. Barber und Wang (2003) kommen in einer Studie zum Schluss, dass dies nicht der Fall ist.

[Abbildung 3](#) zeigt die Resultate der Studie. Die Autoren regressieren die Renditen von Endowment Funds auf die wichtigsten Anlagekategorien US Aktien, US Anleihen, Nicht-US Aktien, Hedge Funds und Private Equity. Die Regressionskoeffizienten können dabei als Gewichte verstanden werden, d.h. beispielsweise, dass die Renditen eines typischen US Endowment Funds grösstenteils mittels einer 36% Investition in US Aktien, 31% in US Anleihen, 13% in Nicht-US Aktien, 11% in Hedge Funds und 8% in Private Equity repliziert werden können.

Abbildung 3: Performance Attribution Endowment Funds (angepasst von Barber und Wang (2013))

Regressions-Modell	Alpha	Regressionskoeffizienten (Gewichte)					R^2
		US Aktien	US Anleihen	Nicht-US Aktien	Hedge Funds	Private Equity	
A: US Endowment Funds Total							
Modell 1	0.04%	0.59***	0.41***				94%
Modell 2	0.40%	0.41***	0.38***	0.21***			98%
Modell 3	-0.68%	0.36***	0.31***	0.13***	0.11*	0.08	99%
B: "Ivy League" Endowment Funds							
Modell 1	3.15%*	0.57***	0.43***				79%
Modell 2	3.82%***	0.26***	0.36***	0.39***			92%
Modell 3	0.46%	0.08	0.21**	0.15	0.22	0.33**	96%

* Statistische Signifikanz auf dem 10% Konfidenzniveau, ** 5% Konfidenzniveau, *** 1% Konfidenzniveau.

Für das gesamte Universum aller US Endowment Funds (Panel A) kann mit keinem der Regressionsmodelle über den Zeitraum von 1991 bis 2011 ein statistisch signifikantes Alpha nachgewiesen werden. Für das Regressionsmodell 3 ist das Alpha mit -0.68% p.a. sogar negativ, wenn auch statistisch nicht signifikant. Für die Endowment Funds der 5 renommiertesten US Universitäten („Ivy League“) ist das Alpha für die Regressionsmodelle 1 und 2, wo keine

Alternativen Anlagen als Faktoren verwendet werden, mit 3.15% resp. 3.85% p.a. positiv und statistisch signifikant. Wird das Modell aber um die beiden Faktoren Hedge Funds und Private Equity ergänzt, sinkt das Alpha auf 0.68% p.a. und ist statistisch nicht mehr von Null unterscheidbar. Grund hierfür ist dass Hedge Funds und Private Equity Funds alternative Risikoprämien wie beispielsweise eine Illiquiditätsprämie oder eine Sizeprämie erwirtschaften.²

Die hohen Anlagerenditen der Endowment Funds der Top Universitäten sind somit nicht das Resultat überdurchschnittlicher Selektions- und Timing-Fähigkeiten, sondern eine Entschädigung für die Übernahme zusätzlicher Risiken. Im Gegensatz zum durchschnittlichen Endowment Fund gingen die Funds der Top Universitäten zusätzliche Risiken im Bereich der Alternativen Anlagen ein und wurden für diese auch entschädigt (u.a. Prämie für Illiquiditätsrisiken bei Private Equity Anlagen). Diese wurde bereits u.a. auch durch die Forscher Brown, Garlappi und Tiu (2010) bestätigt.

5. Fazit

US Endowment Funds haben in den letzten Jahren höhere Renditen als Schweizer Pensionskassen erwirtschaftet. Dieser Umstand ist primär auf den höheren Anteil risikoreicher Anlagen zurückzuführen, da Endowment Funds aufgrund niedrigerer fixer Verpflichtungen eine höhere Risikofähigkeit aufweisen. Risikobereinigt wirtschafteten Schweizer Pensionskassen besser als der durchschnittliche US Endowment Fund. Die Fonds der drei renommierten Eliteuniversitäten Harvard, Yale und Princeton sind als Spezialfälle zu betrachten. Vieles deutet jedoch auch bei ihnen darauf hin, dass sie nicht über spezielle Fähigkeiten verfügen, sondern für das Eingehen höherer Risiken langfristig mit einer höheren Rendite entschädigt werden.

² Interessanterweise üben Hedge Funds Renditen keinen signifikanten Einfluss auf die Renditen der Ivy League Endowment Funds aus.

6. Literatur

Brown, K.C., Garlappi, L., Tiu, C., 2010. Asset Allocation and Portfolio Performance: Evidence from University Endowment Funds." Journal of Financial Markets 13, S. 268–294.

Barber B.M., Wang, G., 2013. Do (Some) University Endowments Earn Alpha?. Financial Analysts Journal 69, S. 26-43.

Autoren



Dr. Andreas Reichlin

Partner

Lehrbeauftragter der Universität Zürich und Dozent an der Fachhochschule Nordwestschweiz, Fachschule für Personalvorsorge und AZEK



Dr. Diego Liechti

Senior Consultant

Lehrbeauftragter der Universität Bern und Dozent am AZEK und an der Hochschule Luzern



Dr. Philippe Rohner

Investment Consultant

Lehrbeauftragter der Universität Zürich



Financial Consulting, Controlling & Research

PPCmetrics AG

Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11
Telefax +41 44 204 31 10
E-Mail ppcmetrics@ppcmetrics.ch
www.ppcmetrics.ch

PPCmetrics SA

23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Téléphone +41 22 704 03 11
Fax +41 22 704 03 10
E-mail nyon@ppcmetrics.ch
www.ppcmetrics.ch

Die PPCmetrics AG (www.ppcmetrics.ch) ist ein führendes Schweizer Beratungsunternehmen für institutionelle Investoren (Pensionskassen, etc.) und private Anleger im Bereich Investment Consulting. Die PPCmetrics AG berät ihre Kunden bei der Anlage ihres Vermögens in Bezug auf die Definition der Anlagestrategie (Asset- und Liability-Management) und deren Umsetzung durch Anlageorganisation, Asset Allocation und Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection). Zudem unterstützt die PPCmetrics AG über 100 Vorsorgeeinrichtungen und Family Offices bei der Überwachung der Anlagetätigkeit (Investment Controlling), bietet qualitativ hochwertige Dienstleistungen im aktuariellen Bereich (Actuarial Consulting) und ist als Pensionskassen-Experte tätig.



Publikationen



Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Videos



Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.



Tagungen

Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.



Website



PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. [Mehr](#)