



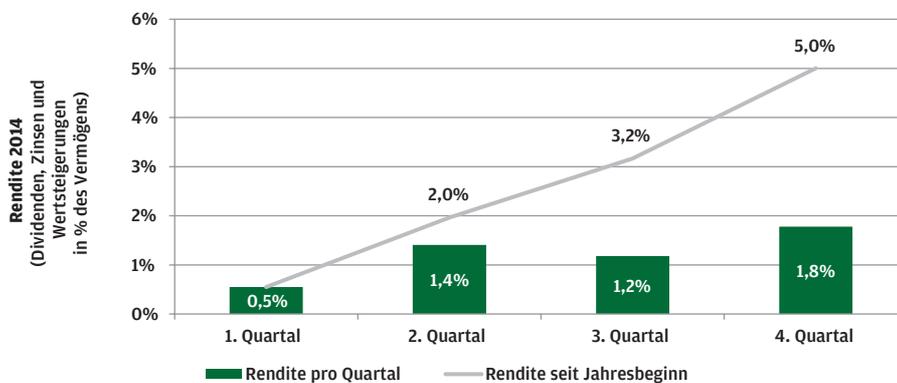
PPCmetrics AG  
Investment & Actuarial Consulting,  
Controlling and Research. [www.ppcmetrics.ch](http://www.ppcmetrics.ch)

# Sind 5% Rendite gut oder schlecht?

Was die reine Zahl und Kapitalausstattung der Organisationen betrifft, ist es um den Schweizer Stiftungssektor gut bestellt. Die Bereitschaft zu Fusionen und Kooperationen, Transparenz, Corporate Governance und die Struktur der Stiftungsaufsichten sind dagegen verbesserungswürdig, so das Ergebnis einer neuen Studie. *Von Dr. Luzius Neubert und Dr. Hansruedi Scherer*

Abb. 1: Rendite des Gesamtvermögens für das Jahr 2014

QUELLE: BLOOMBERG, EIGENE BERECHNUNGEN



Stellen Sie sich vor, eine gemeinnützige Stiftung mit einem Vermögen von 10 Mio. CHF muss langfristig eine jährliche Rendite von 3% erwirtschaften, um ihre Zuwendungen zu finanzieren und die Kaufkraft ihres Vermögens zu erhalten. Ihre Anlagestrategie sieht eine Aufteilung des Vermögens in 60% Obligationen und 40% Aktien vor. Im Jahr 2014 hat die Stiftung eine Rendite von 5% erwirtschaftet.

Damit stellt sich die Frage, wie die erzielte Rendite zu beurteilen ist. Hat die Stiftung die Zielrendite von 3% primär dank der guten Leistung der zuständigen Stellen (Anlagekommission, Vermögensverwalter) übertroffen? Oder hätte das Resultat aufgrund des günstigen Finanzmarktumfeldes sogar noch höher ausfallen sollen?

Wie die Realwirtschaft ist auch die Börse Schwankungen unterworfen. Eine Stiftung darf deshalb nicht erwarten, jedes Jahr ihre Zielrendite zu erreichen. Jede Zielrendite (wie im Beispiel die 3%) ist ein langfristiges Ziel und zur Beurteilung

der jährlichen Zielerreichung ungeeignet. Wie lässt sich trotzdem einschätzen, ob das Anlageergebnis eines bestimmten Jahres zufriedenstellend ist?

Tab. 1: Rendite und Vergleichsindex des Gesamtvermögens für das Jahr 2014

QUELLE: BLOOMBERG, EIGENE BERECHNUNGEN

Gesamtvermögen	2014
Rendite Gesamtvermögen	5,0%
Vergleichsindex	7,8%
Differenz	-2,8%

Dies ist möglich mit einem Vergleichsindex: Dank diesem erkennt der Stiftungsrat, welche prozentuale Rendite (in Form von Zinsen, Dividenden und Wertsteigerungen) der Finanzmarkt abgeworfen hat und ob diese Rendite bei der Stiftung angekommen oder durch Gebühren beziehungsweise falsche Anlageentscheidungen gemindert wurde.

Im erwähnten Beispiel steht der Rendite von 5% eine Indexrendite von 7,8%

gegenüber. Die Differenz entspricht einem Gegenwert von rund 280.000 CHF und muss auf ungünstige Anlageentscheidungen und Vermögensverwaltungsgebühren zurückgeführt werden. Ein solches Resultat ist als unbefriedigend einzustufen.

Warum hat die Stiftung ihren Vergleichsindex verfehlt? Diese Frage muss sich jeder betroffene Stiftungsrat stellen. Sie ist im gezeigten Beispiel aber von ganz besonderem Interesse, da die beiden eingesetzten Vermögensverwalter ihren Vergleichsindex erreicht (Obligationen) beziehungsweise sogar deutlich übertroffen haben (Aktien). Wie kann es also sein, dass auf Stufe des Gesamtvermögens der Vergleichsindex verfehlt wurde?

Die Antwort darauf ist einfach: Der Vergleichsindex des Gesamtvermögens wurde verfehlt, weil die Stiftung mit 20% (Stand Anfang des Jahres) deutlich weniger Aktien gehalten hat als von der Strategie vorgesehen (40%).

Im gezeigten Beispiel ist die dem Stiftungsrat untergeordnete Anlagekommission zuständig für die sogenannte taktische Gewichtung der beiden Anlagekategorien, ➔

Tab. 2: Rendite und Vergleichsindizes der einzelnen Mandate für das Jahr 2014

QUELLE: BLOOMBERG, EIGENE BERECHNUNGEN

Mandat Obligationen	2014
Rendite	1,5%
SBI AAA-BBB 1-5 Jahre	1,5%
Differenz	0,0%

Mandat Aktien	2014
Rendite	19,1%
MSCI World	17,2%
Differenz	1,9%

➔ das heisst die Zuweisung der Mittel zu den Mandaten. Sie hat Anfang 2014 auf Obligationen gesetzt, weil sie 2014 von sinkenden Aktienmärkten ausgegangen ist.

Wie ist ein solcher Fehlentscheid einzuschätzen? Aktiv verwaltete Mandate oder aktive taktische Entscheidungen sollten typischerweise über drei Jahre einen Mehrwert gegenüber dem Vergleichsindex generieren. Abhängig vom Mandatstyp und von weiteren Faktoren braucht es für statistisch abgesicherte Entscheide oft eine noch längere Messperiode (fünf Jahre). Allerdings reichen drei Jahre bei grossen Renditedifferenzen zwischen Vergleichsindex und Portfolio meist aus, um die Leistung der verantwortlichen Stellen (Anlagekommission, Vermögensverwalter) zu beurteilen und Zufallsresultate auszuschliessen.

Im gezeigten Beispiel sollte der Stiftungsrat den Spielraum der Anlagekommission diskutieren, insbesondere wenn es sich beim Anlageresultat nicht um einen Einzelfall handelt. Der bestehende Spielraum ist relativ gross, da substanzielle Strategieabweichungen (20% statt 40% Aktien) möglich waren.

Resultiert längerfristig ein negativer Performance-Beitrag aus der Taktik, muss der Stiftungsrat entscheiden, ob

**Was tun, wenn ein Vermögensverwalter den Index nachhaltig verfehlt?**

Verfehlt ein Vermögensverwalter seinen Vergleichsindex, stehen folgende Massnahmen zur Auswahl (geordnet nach zunehmender Härte):

- Performance-Besprechung
- Einschränken des Spielraums (Anlagerichtlinien)
- Kündigung des Mandats und Neuausschreibung
- Bei aktiven Mandaten: Umstellung auf passive Bewirtschaftung

die taktischen Gewichte weiterhin aktiv festgelegt werden oder ob auf ein rein mechanisches Rebalancing (Rückführung auf Strategiegewichtung bei Bandbreitenverletzung) gewechselt wird.

**Was kann der Stiftungsrat tun?**

Für eine zweckmässige Überwachung der Vermögensverwaltung stehen dem Stiftungsrat folgende Instrumente zur Verfügung:

- **Anlagestrategie definieren:** Die Anlagestrategie enthält für jede Anlagekategorie eine Zielquote, taktische Bandbreiten und einen Vergleichsindex. Sie sollte mit der langfristig angestrebten

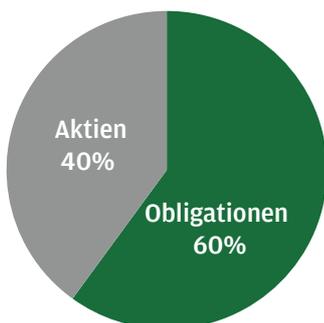
Rendite und der Risikotoleranz der Stiftung konsistent sein.

- **Berechnung des Vergleichsindex:** Mit den Zielquoten und den Teilindizes der Anlagestrategie kann der Vergleichsindex für das Gesamtvermögen berechnet werden. Dieser ist die Grundlage der Renditebeurteilung.
- **Abweichungen analysieren:** Die Gründe für die Indexabweichungen müssen bekannt sein. Nur so können die richtigen Massnahmen ergriffen werden.
- **Massnahmen ergreifen:** Andauerndes Verfehlen des Indexes ist nicht Schicksal. Ziel jeder Stiftung sollte es sein, mindestens die Marktrendite nach Abzug der Kosten zu erreichen. Ist dies nicht der Fall, besteht Handlungsbedarf.

Abb. 2: Anlagestrategie und Vermögensallokation per Anfang 2014

QUELLE: EIGENE BERECHNUNGEN

**Zielquoten gemäss Anlagestrategie**



**Tatsächliche Vermögensaufteilung (per Anfang Jahr)**



**Dr. Luzius Neubert, CFA,** arbeitet als Senior Investment Consultant bei PPCmetrics, einer unabhängigen Beratungsfirma für institutionelle und private Anleger mit Sitz in Zürich und Nyon (Kanton Waadt). Er ist spezialisiert auf die unabhängige Beratung von gemeinnützigen Stiftungen in allen Fragen der Vermögensanlage.



**Dr. Hansruedi Scherer** ist Partner bei PPCmetrics in Zürich. Er unterstützt in dieser Funktion seit über 20 Jahren Pensionskassen, Stiftungen und andere Anleger bei der kritischen Beurteilung ihrer Anlageresultate.

