

# Dynamische Anlagestrategien als Allheilmittel für Schweizer Pensionskassen? <sup>1)</sup>

\*\*\* Dr. Thomas Hauser und Dr. Alfred Bühler \*\*\*

Die Studie über dynamische Anlagestrategien für Schweizer Pensionskassen der Universität St. Gallen hat bei einigen Pensionskassenverantwortlichen die Frage nach dem besten Investitionsansatz aufgeworfen: Gemäss dem Fazit der Studie sollten nämlich Pensionskassen für maximale Leistungen für die Versicherten bei gleichzeitiger Garantie einer Mindestverzinsung am besten eine dynamische Anlagestrategie verfolgen.

Was sind überhaupt dynamische Anlagestrategien? Damit werden Strategien bezeichnet, die sich in Abhängigkeit der Entwicklung an den Finanzmärkten nach vorgegebenen Regeln verändern. Es gilt grundsätzlich zwei Typen von Regeln zu unterscheiden: retrospektive und prospektive. Bei den letzteren geht es darum, Veränderungen der Ertragsmöglichkeiten durch Portfolioanpassungen zu antizipieren. In der Studie geht es um retrospektive Regeln; das heisst, das Portfolio wird aufgrund bereits erfolgter Marktbewegungen angepasst. Ein solcher Investor handelt demnach prozyklisch, weil er bei steigenden Aktienmärkten die Aktienquote erhöht.

## Prämissen für dynamische Absicherungsstrategien

Es stellt sich natürlich die Anschlussfrage, wann solche prozyklischen Strategien sinnvoll sind. Hierzu müssen folgende Prämissen gegeben sein:

1. Es ist primär die finanzielle Risikofähigkeit, die vom Aktienmarkt abhängt, massgebend. Bei Pensionskassen ist meistens auch die strukturelle Risikofähigkeit wichtig. So werden beispielsweise der Liquiditätsbedarf und die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer durch die demographischen Gegebenheiten determiniert. Bei einer rentnerlastigen Kasse mit einem Deckungsgrad von 100% wäre eine höhere Aktienquote auch bei guter Entwicklung des Aktienmarktes kaum vertretbar. Hingegen kann eine dynamische Absicherungsstrategie bei einer Rentnerkasse mit hohem Deckungsgrad eine sinnvolle Alternative sein.
2. Die ökonomische Risikofähigkeit muss jederzeit bekannt sein. Da bei Pensionskassen Teile der Aktiven wie beispielsweise direkt gehaltene Immobilien und die Verbindlichkeiten in der Regel einmal jährlich bewertet werden – letztere

<sup>1)</sup> Dieser Beitrag ist in gekürzter Version in der „Finanz und Wirtschaft“ erschienen. Ausgabe: Mittwoch, 8. November 2006, Nr. 88, 79. Jahrgang, Seite 27.

nicht einmal zu Marktwerten – ist dies selten gegeben.

3. Die zur gleichgewichtigen Finanzierung der Pensionskasse notwendige Zielverzinsung sollte nicht über dem Marktzins für risikoarme festverzinsliche Papiere liegen. Zudem muss die Pensionskasse eine Überdeckung aufweisen. Nur unter diesen Bedingungen funktioniert eine dynamische Absicherung: Je nach Ausgestaltung der prozyklischen Regel kann die Aktienquote bei ungünstiger Marktentwicklung auf Null fallen; es kommt dann die Rückzugsstrategie bestehend aus risikoarmen festverzinslichen Anlagen zum Zuge. Die gleichgewichtige Finanzierung ist aber nur sichergestellt, wenn die Marktzinssätze höher sind als die notwendige Verzinsung der Vorsorgekapitalien. Dies ist in der Praxis derzeit selten der Fall.
4. Der Investor muss eine extrem schnelle Handlungsfähigkeit aufweisen, wenn Optionen durch dynamisches Handeln repliziert werden sollen. Was für Handelsabteilungen von Banken theoretisch möglich wäre, ist für die meisten Pensionskassen in der Praxis unmöglich.
5. Auch bei rascher Handlungsfähigkeit darf der Markt keine Sprünge machen, da sonst das dynamische Anpassen der Position unmöglich und das Absicherungsziel somit verfehlt wird. Bei grossen Tagesverlusten – beispielsweise 7.1% für

den SMI am 11. September 2001; es gab noch grössere Tagesverluste in der Vergangenheit – wird das Konzept der dynamischen „Absicherung“ in Frage gestellt. Auch der 87er Crash hat dies gezeigt. Denn die Absicherung in Form von Replikation durch dynamisches Handeln hat im Vergleich zu Optionen den Nachteil, dass der Markt keine Information bezüglich des Absicherungsbedürfnisses erhält. Dieses wird erst offensichtlich, wenn alle Marktteilnehmer zugleich versuchen, Aktienpositionen abzubauen.

#### **Verwendet die Studie die richtige Benchmark?**

Die in der Studie präsentierten dynamischen (prozyklischen) Strategien werden mit einer „buy and hold“ Strategie verglichen. Dieser Vergleich ist nicht praxisrelevant. Um die strategische Benchmarkgewichtung werden üblicherweise taktische Bänder gelegt. Innerhalb dieser kann der Investor die Gewichte der Anlagekategorien aktiv steuern oder eine Rebalancing-Regel definieren: Er kann periodisch rebalancieren oder wenn das Gewicht einer Anlagekategorie aus den taktischen Bändern auszubrechen droht. Zudem würde reines „buy and hold“ die Sorgfaltspflicht der verantwortlichen Organe verletzen.

Während „buy and hold“ in einem gewissen Sinn auch prozyklisch ist, weist das Rebalancing einen antizyklischen Charakter auf: Nach einem Anstieg/Einbruch des Aktienmarktes wird das effektive Aktiengewicht auf die strategische Quote reduziert/angehoben. Dies soll langfristig einerseits das Renditepotenzial der Stra-

ategie ausschöpfen und andererseits sicherstellen, dass sich das eingegangene Risiko nicht zu stark vom Strategierisiko entfernt und somit stets der Risikofähigkeit entspricht.

### Transaktionskosten dürfen nicht vernachlässigt werden

Es ist ein grosses Defizit, wenn eine Studie den Pensionskassen zur Erreichung ihrer Anlageziele dynamische Anlagestrategien empfiehlt, ohne Überlegungen zu den Transaktionskosten anzustellen. Die Güte einer Strategie wird in der Praxis entscheidend durch die Umsetzungskosten beeinflusst, d.h. insbesondere durch die Höhe der Verwaltungsgebühr und die anfallenden Handelskosten (fiskalische Abgaben, Geld/Brief Spanne, Börsenabgaben etc.). Das gilt insbesondere bei Strategien mit grosser Handelsintensität; dazu gehören insbesondere die in der Studie präsentierten Replikationsstrategien.

Anhand eines Beispiels mit historischen Daten über rund 20 Jahre soll die Wirkung von Transaktionskosten dargestellt werden. Die Strategie besteht aus 35% Obligationen CHF, 15% Obligationen Fremd-

währungen, 15% Aktien Schweiz, 25% Aktien Ausland sowie 10% Immobilien Schweiz. Dabei werden Handelskosten in der Höhe von 0.3% für Aktien, 0.6% für Obligationen und 1.2% für Immobilien unterstellt. Tabelle 1 zeigt die Resultate für den Vergleich von fünf Varianten, darunter die zwei prozyklischen Handelregeln „naiver Trend“ und „CPPI“ (constant proportion portfolio insurance).

Es geht weniger um die Höhe der erzielten Renditen; diese kann je nach Wahl der Parameter variieren. Es zeigt sich hingegen deutlich, dass eine hohe Handelsaktivität wie bei CPPI oder beim monatlichen Rebalancing ein gutes Ergebnis vor Kosten in ein schlechtes nach Kosten verwandeln kann. Die Kosten für die dynamischen Replikationsstrategien dürften in der Praxis gar höher liegen. Zu beachten ist auch, dass die Volatilität bei den prozyklischen Strategien höher ist als beim Rebalancing. Zumal bei „buy and hold“ über diese Periode auch die Rendite tiefer ausfiel als beim Bandbreiten-Rebalancing, wird der Vergleich in der Studie zusätzlich hinterfragt: Wenn eine Strategie besser ist als „buy and hold“ ist sie nicht zwingend besser als das relevantere Bandbreiten-Rebalancing. Dieses einfache Beispiel

Tabelle 1: Resultate von anti- und prozyklischen Handelsregeln

Daten von Juli 1986 - September 2006	Antizyklisch		Prozyklisch		
	Monatliches Rebalancing	Bandbreiten- Rebalancing	Buy and Hold	Naiver Trend*	CPPI**
Rendite p.a. (brutto)	7.29%	7.29%	6.80%	6.26%	7.27%
Rendite p.a. (netto)	6.18%	7.27%	6.80%	6.21%	6.09%
Volatilität	9.62%	9.66%	11.32%	12.70%	12.70%
Renditeverlust durch Kosten p.a.	<b>1.11%</b>	<b>0.03%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.05%</b>	<b>1.18%</b>
Maximaler Aktienbestand	45.3%	47.4%	65.3%	83.0%	97.8%
Minimaler Aktienbestand	30.7%	33.1%	35.1%	37.2%	39.4%
Tiefste Rendite	-9.79%	-10.76%	-11.55%	-13.38%	-14.82%
Höchste Rendite	7.08%	6.74%	7.83%	8.78%	8.41%

\* Aktienquote steigt/sinkt monatlich um 0.5%, wenn Aktienrendite rollend über 12 Monate grösser/kleiner ist als langfristige Aktienrendite.

\*\* Wahl der Parameter, sodass Bruttorendite jener des Bandbreiten-Rebalancing entspricht.

illustriert, dass das Vorgehen vieler Kas-  
sen in der Praxis nicht so falsch ist, wie  
die Studie suggeriert. Essentiell ist jedoch  
die ökonomisch sinnvolle Wahl der Band-  
breiten: Werden sie zu eng gewählt, wird  
das Rebalancing zu teuer, werden sie zu  
weit gewählt, entspricht das sich verän-  
dernde Risikoprofil der Umsetzung unter  
Umständen nicht mehr der Risikofähigkeit.

### **Fremdfinanzierung als Stolperstein**

Wie schwierig es für dynamische Strate-  
gien offensichtlich ist, selbst ohne Kosten-  
berücksichtigung die einfache „buy and  
hold“ Benchmark bezüglich Rendite-Ri-  
siko-Eigenschaften zu schlagen, kommt in  
der Studie mehrfach zum Ausdruck: Bei  
der Reverso Strategie werden effektiv  
90% des Portfoliowertes gemäss „buy and  
hold“ angelegt, da sonst das Risiko zu  
stark ansteigen würde. Bei der Leveraged  
CPPI wird gezeigt, dass sie einen geringe-  
ren maximalen Shortfall sowie eine höhere  
Wachstumsrate des Deckungsgrades be-  
wirken kann als die einfache „buy and  
hold“ Benchmark. Hierzu muss aber ange-  
nommen werden, dass der „risikolos“ an-  
zulegende Teil statt in den Geldmarkt in  
langfristige Bonds investiert wird. Zusätz-  
lich wird angenommen, dass der Anleger  
sich zum kurzfristigen Geldmarktsatz ver-  
schuldet, um den Leverage zu finanzieren.  
Dieser Geldmarktsatz ist in der Studie an-  
nahmegemäss immer tiefer als die Ren-  
dite langfristiger Bonds. Wenn man sich  
aber vor Augen führt, dass sich die Zins-  
struktur in der Realität invertieren kann –  
die kurzfristigen Zinsen sind dann höher  
als die langfristigen – birgt der Leverage  
ein beachtliches Risiko. Denn die Schuld-  
zinsen sind dann höher als die Rendite der  
risikoarmen Anlagen. Daher dürften auch  
die Angaben bezüglich des maximalen

Shortfalls in der Studie zu optimistisch  
dargestellt sein.

Dass Strategien mit Leverage in der Stu-  
die besser abschneiden als solche ohne,  
liegt an der oben genannten Annahme,  
wonach die Rendite langfristiger Obligati-  
onen mittels konstantem Aufschlag zu  
der Rendite von Geldmarktanlagen model-  
liert wird. Der lang- und kurzfristige Zins  
sind somit perfekt korreliert, der letztere ist  
aber stets tiefer. Folglich sind kurzfristige  
Geldmarktanlagen eine ineffiziente Anla-  
gekatégorie. Diese zu „shorten“ – d.h. sich  
zu verschulden, um einen Leverage auf-  
zubauen – ist dann vorteilhaft. Für einen  
fairen Vergleich müssten folglich auch für  
die „buy and hold“ Strategie Short-Positi-  
onen zugelassen werden. Solche Strate-  
gien mit Netto-Short-Positionen sind aber  
nicht BVV 2 konform.

Es gibt sicher sinnvolle Einsatzmöglich-  
keiten für dynamische Strategien, die  
Prämissen dazu müssen aber gegeben  
sein. Bestimmt sind sie aber kein Allheil-  
mittel für Schweizer Pensionskassen.

Zürich, November 2006