

# **Einsatzmöglichkeiten von Hedge Funds in BVG Mandaten**

## **Swisscanto Asset Managers Workshop I/05**

Dr. Andreas Reichlin, Partner  
PPCmetrics AG  
Financial Consulting, Controlling & Research

März 2005

---

- Einleitung: Bedürfnisse und Pflichten von Pensionskassen
- ALM & Hedge Funds
- Hedge Funds: Eigene Anlagekategorie?
- Hedge Funds und BVV 2
- Einsatzmöglichkeiten von Hedge Funds in BVG Mandaten: Ergänzung oder Konkurrenz des traditionellen aktiven Managements?

# Einleitung: „Das Dreigestirn“

## Bedürfnisse & Pflichten von Pensionskassen

---

- „Das Dreigestirn „Sicherheit – Liquidität – Rendite“ ist der zentrale Orientierungspunkt bei der Festlegung der Anlagestrategie (Art. 65 BVG; Art. 71 BVG).
- ALM: Erarbeiten einer auf die kassenspezifischen Bedürfnisse, Risikofähigkeit und Risikowilligkeit zugeschnittene Anlagestrategie (Kongruenz):
  - Festlegen der Risikofähigkeit und Risikowilligkeit.
  - Formulieren eines langfristigen Rendite-/Risikoziels.
  - Festlegen der strategischen Asset Allokation (SAA).
- Umsetzung der SAA als Folgeaufgabe

# Einleitung: „Das Dreigestirn“

## Umsetzung der Anlagestrategie

---

- Umsetzung der Anlagestrategie generell:
  - Treffen aller notwendigen Entscheide, um die reibungslose Realisierung der Anlagestrategie sicherzustellen.
- Festlegung der:
  - Verantwortlichkeiten
  - Kompetenzenregelung
  - Umsetzungsform (aktives vs. passives Management usw.)
- Gemischtes BVG Mandat als eine konkrete Umsetzungsform der Anlagestrategie
- Umsetzung von Taktik und Selektivität durch eine Mandatsbank

- Klassische Asset-/Liability-Analyse (“Technische Sicht”)
  - Statische ALM
  - Dynamische ALM
- Finanzökonomische Asset-/Liability-Analyse (“Marktsicht”)

# ALM & Hedge Funds: Technische vs. Ökonomische Sicht

---

## *Technische Sicht*

- Der Gegenwartswert der zukünftigen Verpflichtungen einer Kasse wird mittels eines konstanten technischen Zinssatzes hergeleitet.

→ Technische Sicht der Verpflichtungen

- Verpflichtungen sind keinem Zinsrisiko ausgesetzt.

→ Im aktuellen Zinsumfeld divergieren die beiden Werte erfahrungsgemäss um etwa 10%.

## *Ökonomische Sicht*

- Der Gegenwartswert der zukünftigen Verpflichtungen einer Kasse wird mittels der aktuellen Zinskurve hergeleitet.

→ Marktwert Sicht der Verpflichtungen.

- Zinsrisiko entspricht dem eines langfristigen Obligationenportfolios.

# ALM & Hedge Funds: Konsequenz für eine optimale Anlagestrategie

---

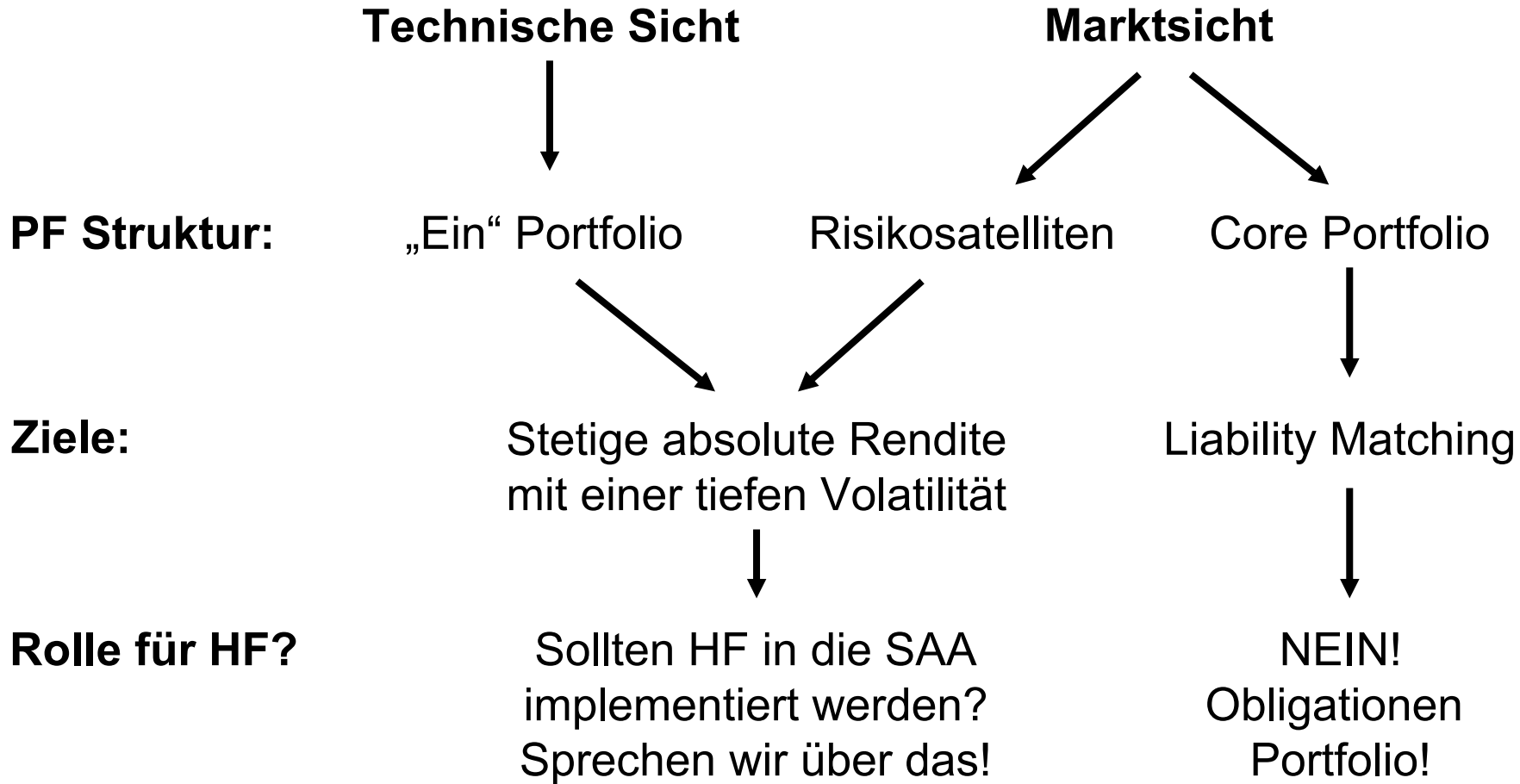
## Technische Sicht

- Die optimale Strategie erzielt eine Rendite gleich oder höher dem verlangten technischen Zinssatz, wobei das Risiko zu minimieren ist.

## Marktsicht

Das optimale Portfolio besteht aus zwei Komponenten:

- „Core“ Portfolio: „Matchen“ der Verpflichtungen  
→ Obligationenportfolio mit langer Laufzeit
- „Risk“ Satellite: Erzielt eine Rendite über der langfristigen Rendite von Obligationen.  
→ Aktien, Immobilien, Hedge Funds?



# Hedge Funds: eine neue Anlagekategorie und somit möglicher Bestandteil der SAA?

---

- Challenge:
  - Blindes Implementieren von neuen Anlageformen ohne genauere Analyse der Fakten kann kostspielig sein...
  - ..das Vernachlässigen von Opportunitäten jedoch auch!
- Gehören Hedge Funds in die Anlagestrategie?
  - Welche Anlagen gehören in die SAA? Welche nicht?
  - Was sind In- bzw. Ausschlusskriterien?
  - Wieso ist „Alpha“ nicht Bestandteil der SAA?

# Welche Anlagekategorien sind Bestandteil der SAA?

---

- Dabei:
  - Obligationen CHF und Obligationen Fremdwährungen
  - Internationale Aktien (Schweiz, Welt, Emerging Markets)
  - Immobilien
  - Rohwaren
- Nicht dabei:
  - Derivative
  - Forex
  - Convertibles

# Wie verdienen Hedge Funds ihr Geld?

## Antworten aus der Industrie

---

„... All Weather Alpha Generatoren, welche durch ihre Prognosefähigkeit eine unkorrelierte Rendite erzielen... „

„... Der Grossteil der Rendite ist durch traditionelle und nicht- traditionelle (Volatilitätsprämie, Liquiditätsprämie) Prämien erklärbar. Das pure Alpha wird durch die Fees eliminiert....“

„... Die Hedge Funds sind Dienstleister der Finanzmärkte. Sie sind Liquiditätsprovider und eliminieren Ineffizienzen. Sie sind die modernen Investment Banken...“

„... Hedge Funds sind Risikomanager, welche gezielt ein Portfolio von Risiken zusammenstellen, welches vom Markt mit einer Rendite entschädigt wird...“

⇒ **Alle Antworten beziehen sich auf dieselbe Frage. Und so heterogen sie auch sind, keines der Statements ist generell richtig oder falsch!**

- Es ist eine Kombination unterschiedlicher Faktoren:
  - Traditionelle Risikoprämien
    - ⇒ sind bereits Bestandteil der SAA.
  - Alternative, nicht diversifizierbare Risiken, welche langfristig mit einer Prämie entschädigt werden:
    - ⇒ gehören in die SAA.
  - Alpha
    - ⇒ nicht Teil der SAA, sondern des Umsetzungsprozesses.
- Aufteilung abhängig vom individuellen Hedge Funds-Manager bzw. Produkt!

- **Perfect World:**

Bilde ein Portfolio mit passivem Exposure zu den in der SAA selektionierten systematischen Risikoprämien. Zahle entsprechende günstige Fee für passives Management!

und

Selektioniere bewusst und gezielt aktive Manager, welche die passive Core Allokation ergänzen. Bezahl diese entsprechend ihren Fähigkeiten. Finde effizienten Zugang zu Skill via traditionellen als auch alternativen Produkten und Strategien.

- Aber: Können wir Marktprämie und Alpha trennen? Ist insbesondere die Hedge Funds-Industrie interessiert daran?

# Einsatzmöglichkeiten von Hedge Funds in BVG Mandaten

---

- Grundsätzlich drei Varianten:
  1. Klassisches BVG Mandat mit Beimischung eines Multimanager / Multistrategie HF-Produkts
  2. Core-Satellite-Ansatz mit gezielter modularer Ergänzung von einzelnen Hedge Funds-Strategien.
  3. 100% Liability Matching mit Obligationenportfolio, Surplus zu 100% in Hedge Funds investieren.

# Klassisches BVG Mandat mit Beimischung FOF HF-Produkt (1)

---

- Klassische BVG Allokation, aktiv oder auch passiv gemanaged, welcher im Umfang von 3% - 10% ein Multistrategie / Multimanager FOF Produkt beigemischt wird.
- Hedge Funds werden wie eine eigene Anlagekategorie mit entsprechenden Rendite-, Risiko- und Korrelations-eigenschaften behandelt!
- Losgelöster Bestandteil der restlichen Gesamtallokation. Nicht abgestimmt auf Anlagestrategie der Mandatsbank. Gefahr der Neutralisierung von aktiven Entscheiden!

## Fazit:

- Geeignet für Einstiegsinvestment
- Effizienz der Allokation bzw. der gewählten Produkte muss zumindest teilweise in Frage gestellt werden!
- Potential der Industrie nicht ausgeschöpft!
- Teure Umsetzung

- Basis: Risk Budget basierend auf der Risikofähigkeit der Kasse.
- Semi aktive bzw. passive Umsetzung der SAA, ergänzt um gezielten Einsatz von aktivem Management.
- Beispiel 1:
  - Der eingesetzte BVG Manager setzt im Bereich der Obligationen Fremdwährungen erfolgreich Kredit und Duration Wetten um. Auf eine aktive Steuerung der Währungsallokation verzichtet er. Der Kunde glaubt jedoch an das Alpha-Potential von aktiven Währungswetten:
    - Selektion von aktiven Währungsmanagern aus dem Global Macro / Managed Futures Bereich als Ergänzung zum bestehenden aktiven Manager!

- Beispiel 2:
  - Der eingesetzte BVG Manager fokussiert hauptsächlich auf taktische Wetten. Der taktische Beitrag ist deutlich positiv. Die Selektivität setzt er ausschliesslich passiv um. Grundsätzlich ist der Kunde jedoch überzeugt, dass im Bereich der Aktienmärkte aktiv Mehrwert generiert werden kann, möchte jedoch am gewählten Manager festhalten:
  - Selektion von L/S Equity bzw. Event Driven Hedge Funds als Ergänzung zur bestehenden Allokation!

## Fazit:

- Aktive Risiken als modulare Beimischung zur SAA.
- Ergänzung oder allenfalls Substitut zu aktiven traditionellen Strategien. Verbreiterung des Ideensets und Ausnützung von unterschiedlichen Opportunitäten.
- Unerwünschte Neutralisierung von aktiven Risiken kann so verhindert werden.
- Kenne Dein Produkt, kenne Deine Manager!

- „Core“ Portfolio zum „Matchen“ der Verpflichtungen  
→ Obligationen Portfolio mit langer Laufzeit entsprechend den Verpflichtungen.
- „Risk“ Satellite wird 100% über Hedge Funds umgesetzt.
- Hedge Funds als ultimative Riskmanager, welche durch die Kombination von Skill und Prämie aktiv das Opportunitätsset bewirtschaften.

## Fazit:

- Absolute Rendite vs. relative Rendite!
- Effizienz nur schwer überprüfbar: wie viel kriegt der Investor von seiner Risikoprämie?
- Kosteneffizienz der Lösung ist zumindest in Frage gestellt.
- Offen, inwiefern langfristig und risikokorrigiert ein superiorer Ertrag erwirtschaftet werden kann.

# Einsatz von Hedge Funds bei Pensionskassen

## Hedge Funds & BVV 2: rechtliche Aspekte (1)

---

- Das Bundesamt für Sozialversicherungen (BSV) bezeichnet Hedge Funds-Anlagen als „**Alternative Anlagen**“, welche „**mit besonderem bzw. erhöhtem Anlagerisiko**“ gegenüber traditionellen Anlagen operieren.
- Bei Anlagereglementen für HF Anlagestiftungen verlangt das BSV eine Risikoklausel: „..., dass der Anleger bereit sein muss, **erhebliche Kursschwankungen** hinzunehmen und dass ein Totalverlust einzelner Zielfunds nicht ausgeschlossen ist...“
- Des weiteren verlangt das BVV 2 eine Erweiterungsbegründung (Art. 59 BVV 2) für Hedge Funds-Anlagen. Wichtige Restriktion ist der Ausschluss der Nachschusspflicht.
- Frage: Ist das BSV zu konservativ?

# Einsatz von Hedge Funds bei Pensionskassen

## Hedge Funds & BVV 2: rechtliche Aspekte (2)

1.1.1990 - 31.1.2005	OCH	OFW	ACH	AA	A Emma	HFRI FOF (H)
Kumulierte Rendite	132.0%	150.4%	216.8%	109.9%	88.0%	226.6%
Anzahl Monate	181	181	181	181	180	181
Rendite p.a.	5.7%	6.3%	7.9%	5.0%	4.3%	8.2%
Volatilität p.a.	2.76%	8.42%	16.90%	18.32%	27.45%	6.11%
Skewness	-0.03	0.22	-0.69	-0.38	-0.42	-0.17
Kurtosis	0.66	2.60	1.64	0.09	1.03	3.88
Bester Monat	3.12%	10.34%	12.93%	15.27%	20.95%	7.37%
Schlechtester Monat	-2.09%	-10.13%	-18.32%	-16.11%	-31.58%	-7.84%
Anzahl positive Monate in %	72.93%	55.80%	62.98%	57.46%	57.22%	69.06%

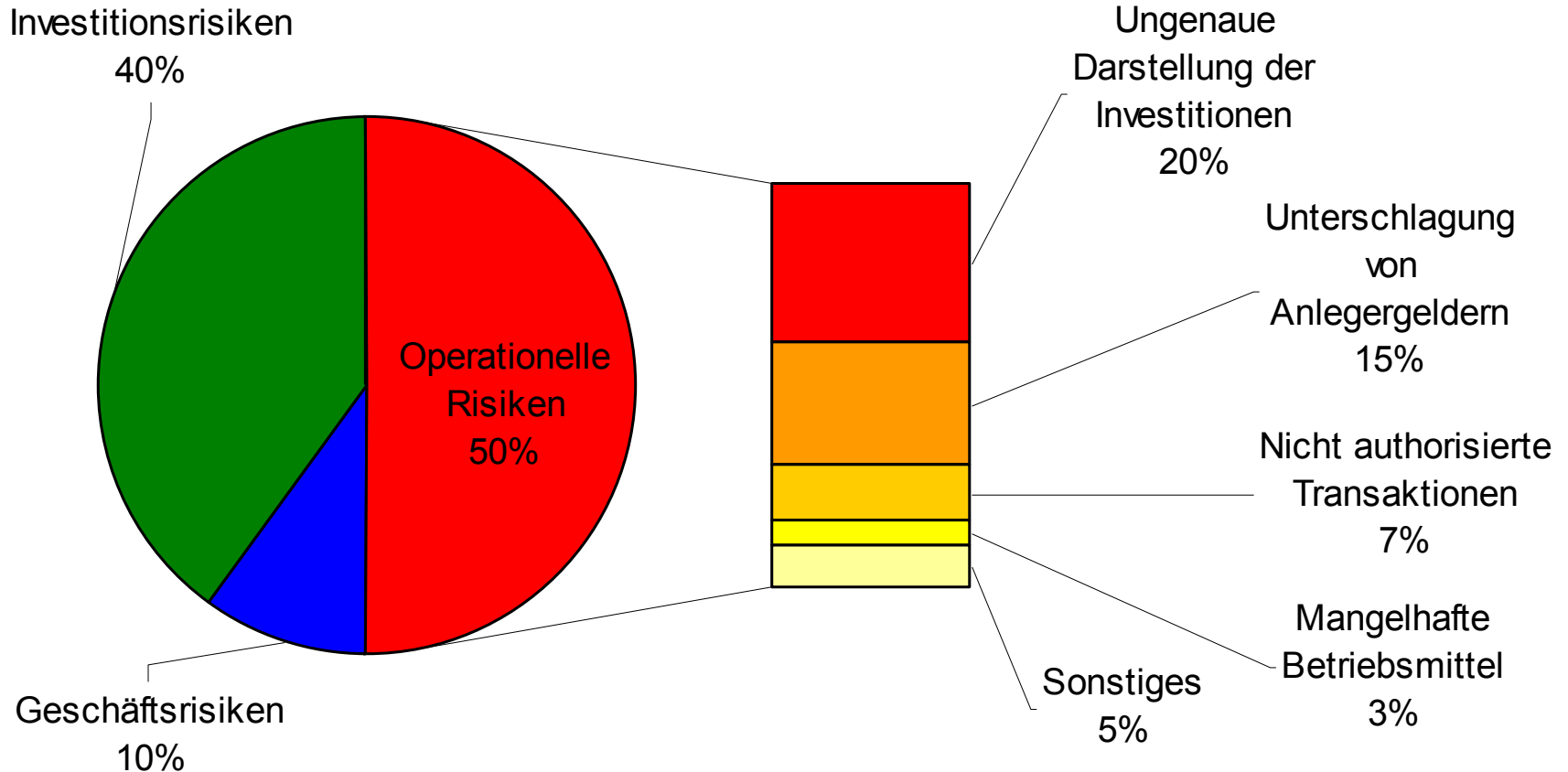
	OCH	OFW	ACH	AA	A Emma	HFRI FOF (H)
Crash 9 / 11 (1.9. - 30.9.2001)	0.56%	-2.05%	-9.91%	-11.32%	-18.03%	-1.96%
Russian Crisis (1.8.-31.8.1998)	1.45%	0.14%	-28.61%	-18.34%	-30.58%	-10.78%
Asia Crisis (1.8. - 30.10.1997)	-0.27%	-1.38%	-10.14%	-7.91%	-14.03%	-0.67%
EMMA Crisis (1.1.1994 -30.6.1995)	5.34%	-7.74%	-3.01%	-10.87%	-32.59%	-2.87%

- HF haben geringere Volatilitäten und höhere Renditen als Aktien und sind stressresistenter. Wieso spricht das BSV von Anlagen mit besonderen Risiken?

# Einsatz von Hedge Funds bei Pensionskassen

## Hedge Funds & BVV 2: rechtliche Aspekte (3)

### Untersuchung über Schliessungsgründe von Hedge Funds (Quelle: Capco)



# Einsatz von Hedge Funds bei Pensionskassen

## Hedge Funds & BVV 2: rechtliche Aspekte (4)

---

- Die Volatilität ist das falsche Risikomass für Hedge Funds.
  - Konflikt zwischen Risikomessung und Risiko Management.
  - Hedge Funds gehen bewusst asymmetrische Pay-off-Strukturen ein, welche in bestimmten Stressszenarien (Bsp. Liquiditätskrise) zu erheblichen Kursverlusten führen können.
- ⇒ Die Vorsicht des BSV ist auch aus ökonomischem Blickwinkel gerechtfertigt.

- Trennen Sie aktive und systematische Risiken.
- Hedge Funds sind Anlagen mit besonderen Risiken und sollten auch als solche positioniert werden.
- Hedge Funds als aktive Module **in der Umsetzung** der strategischen Allokation denkbar!
- Bei der Integration von HF-Produkten sollten folgende Punkte beachtet werden:
  - **Kennen Sie ihre Produkte?**
  - **Kennen Sie ihre Manager?**
  - **Sind Sie sich bewusst, wieso Sie welches Produkt halten?**