

Absolute Return Strategien für Pensionskassen

Dr. Dominique Ammann, Partner
Dr. Alfred Bühler, Partner
Dr. Thomas Hauser, Investment Consultant

PPCmetrics AG
www.ppcmetrics.ch

Zürich, April 2006

	Seite(n)
• Benchmarking	3 - 4
• Absolute Return als Alternative?	5 - 9
• Unterschiedliche Definitionen	10 - 12
• Fazit	13 - 14
• Beispiel	15 - 26
– Exkurs: Hedge Funds Renditen	19 - 23

- Traditionellerweise wird die Anlagestrategie einer PK durch die Vorgabe einer Benchmark konkretisiert.
- Vorteile:
 - Indexierte Zielerreichung ist möglich.
 - Renditebeitrag von Taktik und Selektivität ist messbar.
 - Risikoeigenschaften der Strategie sind bekannt.

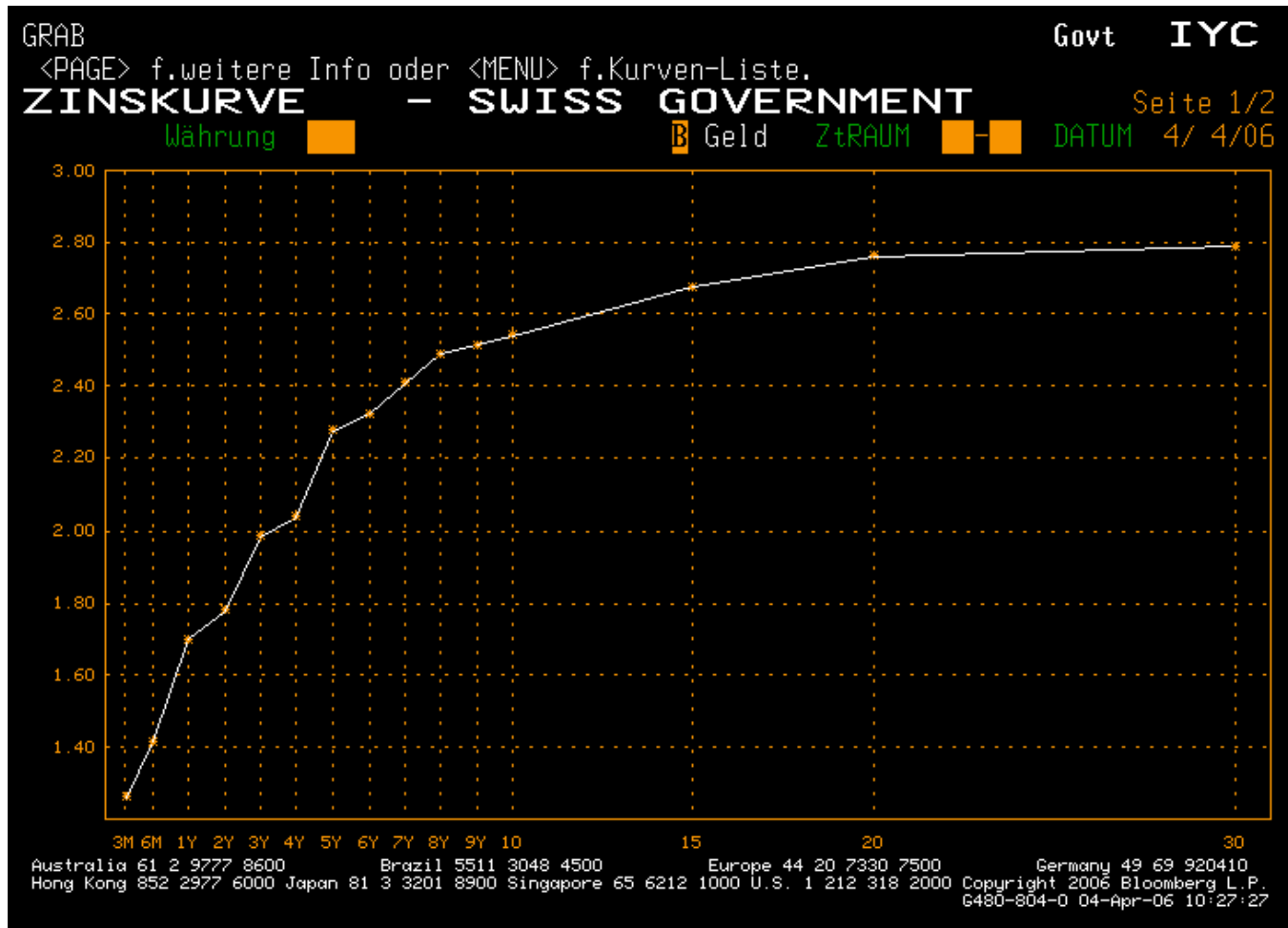
- Nachteile:
 - Die Benchmark kann über gewisse Perioden negative Renditen aufweisen und deutlich unter der Zielrendite liegen.
 - Die Zielrendite (zur Verzinsung der Vorsorgekapitalien und Deckung der Kosten) ist nicht mit der Benchmark abbildbar.

- Orientierung der Strategie auf absolutes Renditeziel (= Zielrendite) wäre demnach die ideale Vorgehensweise.
- Die tatsächliche Herausforderung sind die praktischen Probleme bei der Umsetzung.

- Zwei Wege, eine absolute Rendite über eine bestimmte Zeit zu erreichen:
 1. Absicherung des Portfolios (Derivate oder dynamische Strategie)
 2. Aktives Management (Hedge Funds als Paradebeispiel)
- Im Falle der Absicherung ist das absolute Renditeziel durch die Höhe der Kapitalmarktzinsen begrenzt (gegenwärtig sehr tief, vgl. folgende Folie).

Schweizer Zinsstruktur

Risikolose Zinssätze unterschiedlicher Laufzeiten per 4.4.2006:



Quelle: Bloomberg

- Wichtige Erkenntnis: Ein über den Kapitalmarktzinsen liegendes absolutes Renditeziel kann nur erreicht werden, wenn Manager aktive Wetten erfolgreich umsetzen.
- Aber:
 - Aktives Management sollte nicht Bestandteil der Strategie sein. PK wäre nur im Gleichgewicht, wenn die Wetten „funktionieren“.

- Aktives Management ist ein Nullsummenspiel: Würden sehr viele Anleger ihre Anlagestrategien auf aktives Management ausrichten, dann würde zwangsweise ein Grossteil der Anleger das absolute Renditeziel verfehlen.
- Die „Strategiedefinition“, d.h. Asset Allokation würde an Manager delegiert. Die Risikoeigenschaften des Portfolios wären somit kaum abschätzbar (Einhaltung BVV 2?).

- Die unterschiedlichen Anbieter verstehen unter „absolute return“-Produkten nicht dasselbe:
 - a) Die absolute Zielrendite wird in jeder Periode erreicht (nicht möglich, wenn die Zielrendite grösser ist als der risikolose Zinssatz).
 - b) Die absolute Zielrendite wird kurz- bis mittelfristig erreicht und die Rendite ist in keiner Periode negativ.
 - c) Die absolute Zielrendite wird mittelfristig erreicht und die Rendite ist nie unter dem x-Monats Libor.

- d) Die Zielrendite wird mit einer geringeren Volatilität erreicht (um wieviel?) als bei einer sogenannten traditionellen Strategie.

- e) Die absolute Zielrendite wird mittel- bis langfristig mit grosser Wahrscheinlichkeit erreicht, kurzfristig kann die Rendite auch negativ sein.

- Die Variante b entspricht am ehesten dem „absolute return“-Gedanken.
- Die Produktbeschreibungen laufen in der Regel jedoch auf Variante e hinaus. Der ursprünglichen Idee, keine Verluste erleiden zu müssen, wird damit keine Rechnung mehr getragen.
- Bei Variante e ist das Verlustrisiko kaum anders als bei einem traditionellen, defensiven und breit diversifizierten Portfolio. Nur die „Messlatte“ ist anders: Libor + x% statt Composite aus Marktindizes.

- Beim Benchmarking wird die Portfoliorendite an das Marktgeschehen gekoppelt. Negative Renditen können auftreten. Renditeziel wird nicht in jeder Subperiode erreicht.
- Beim „absolute return“-Ansatz kann nur der Kapitalmarktzins garantiert werden. Darüber hinausgehende Zielrenditen sind Renditeversprechungen.
- Renditeversprechungen können nur eingehalten werden, wenn aktive Wetten erfolgreich sind.
- Da aktives Management ein Nullsummenspiel ist, können für einen Grossteil der Anleger die Renditeversprechungen nicht eingehalten werden.

- Die zentrale Frage ist:
 - Benchmarking: Glaubt man daran, dass längerfristig der Markt wie in der Vergangenheit Risikoprämien für die Übernahme von nicht-diversifizierbaren Risiken bezahlt? (Die Umsetzung kann passiv erfolgen.)
 - Absolute Rendite: Glaubt man daran, dass der gewählte Manager das Renditeversprechen hält, d.h. genau dieser Manager die aktiven Wetten erfolgreich umsetzen kann?
- Beim Benchmarking muss man *primär* an die Grundfunktion der Finanzmärkte (Entschädigung von Risiken) glauben, während man bei einem absoluten Renditeziel an die Fähigkeiten des Managers glaubt.

Beispiel (1): Pensionskasse Exempla

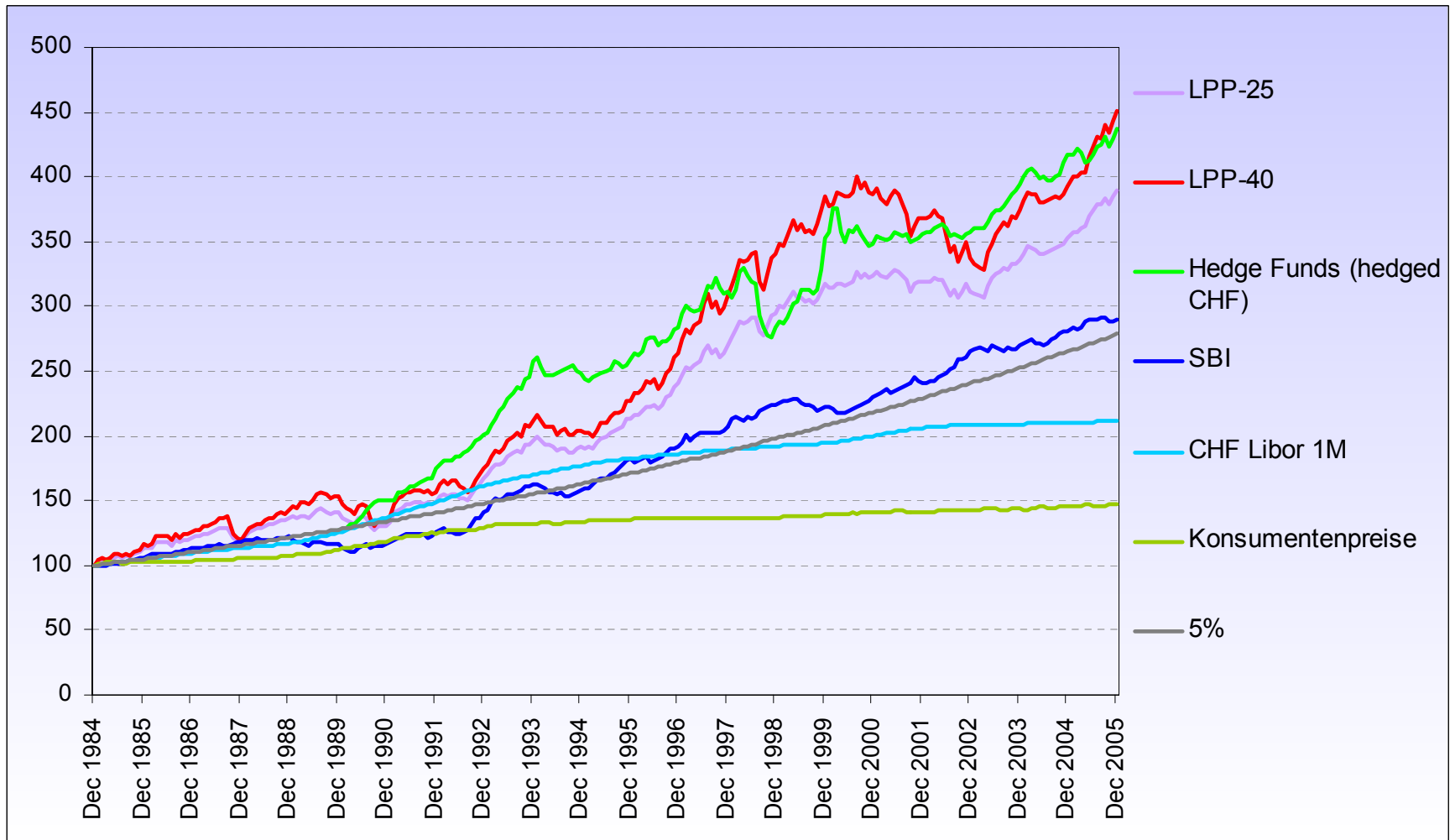
Zielrendite langfristig = 5.0%

Vorsorgekapital	CHF Mio.	%	Verzinsung kurzfristig	Verzinsungsziel (kurzfristig)	Verzinsung langfristig	Verzinsungsziel (langfristig)
Sparkapital Aktive	100.0	50.0%	2.50%	1.25%	4.00%	2.00%
Deckungskapital Rentner	100.0	50.0%	4.00%	2.00%	4.00%	2.00%
Total Vorsorgekapital	200.0	100.0%		3.25%		4.00%
Kosten für die Administration und Vermögensverwaltung				0.50%		0.50%
Total Renditeziel 1 = Total Verzinsungsziel VK + Kosten Vermögensverw.				3.75%		4.50%
Höherverzinsung (Alimentierung von Reserven)				0.50%		0.50%
Total Renditeziel 2 = Total Renditeziel 1 + Angestrebte Höherverzinsung				4.25%		5.00%

Welche Strategien hätten dieses Ziel langfristig erreicht?

- Benchmarkorientierung:
 - Pictet LPP-25 Index
 - Pictet LPP-40 Index
 - Swiss Bond Index Gesamt (vor 1998: SSB Schweiz 5+ Jahre)
 - CHF Libor 1M (vor 1989: Interbankensatz Zürich)
- Absolutes Renditeziel:
 - HFRI Diversified Fund of Hedge Fund Index abgesichert in CHF
 - 5% fix
- Beginn im Dezember 1984 bei Indexstand 100, ausser Hedge Funds Index im Dezember 1989 bei Indexstand 128 (= Stand des 5%-Index).

Beispiel (3): Performance



Beispiel (4): Rendite und Risiko

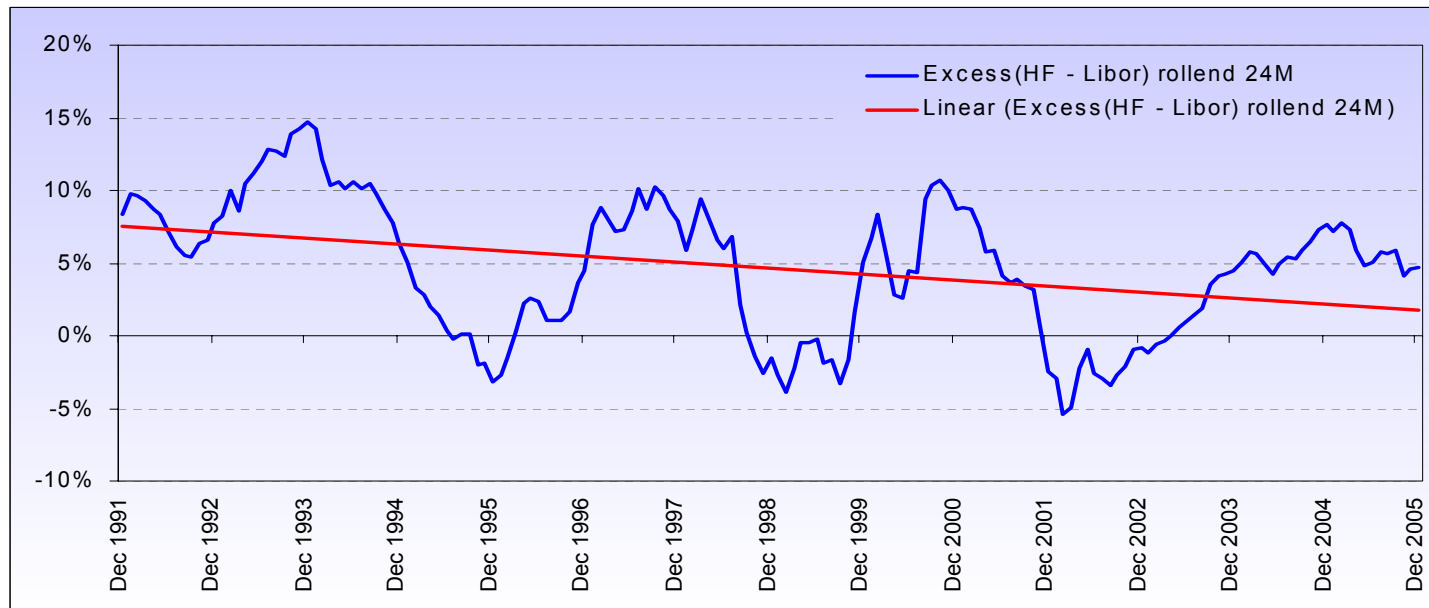
Renditen:

seit 1985 (21 Jahre)	LPP-25	LPP-40	Konsum- enten- preisindex	CHF Libor 1M	SBI	5%	HF Index (hedged)
Rendite p.a.	6.69%	7.43%	1.85%	3.63%	5.20%	5.00%	
Volatilität p.a.	5.16%	7.43%	1.16%	0.76%	3.59%	0.00%	
seit 1990 (16Jahre)	LPP-25	LPP-40	Konsum- enten- preisindex	CHF Libor 1M	SBI	5%	HF Index (hedged)
Rendite p.a.	6.57%	6.98%	1.68%	3.32%	5.88%	5.00%	8.00%
Volatilität p.a.	5.16%	7.39%	1.16%	0.82%	3.82%	0.00%	6.02%

- Alle Indizes (ausser Libor 1M) erreichten mehr als 5%.
- Seit 1990 waren Rendite und Risiko des HF Index im Bereich der LPP-Indizes.
- Das Rendite-/Risikoverhältnis des HF Index war leicht vorteilhafter. Ist dies persistent?

Exkurs: Hedge Funds Renditen (1)

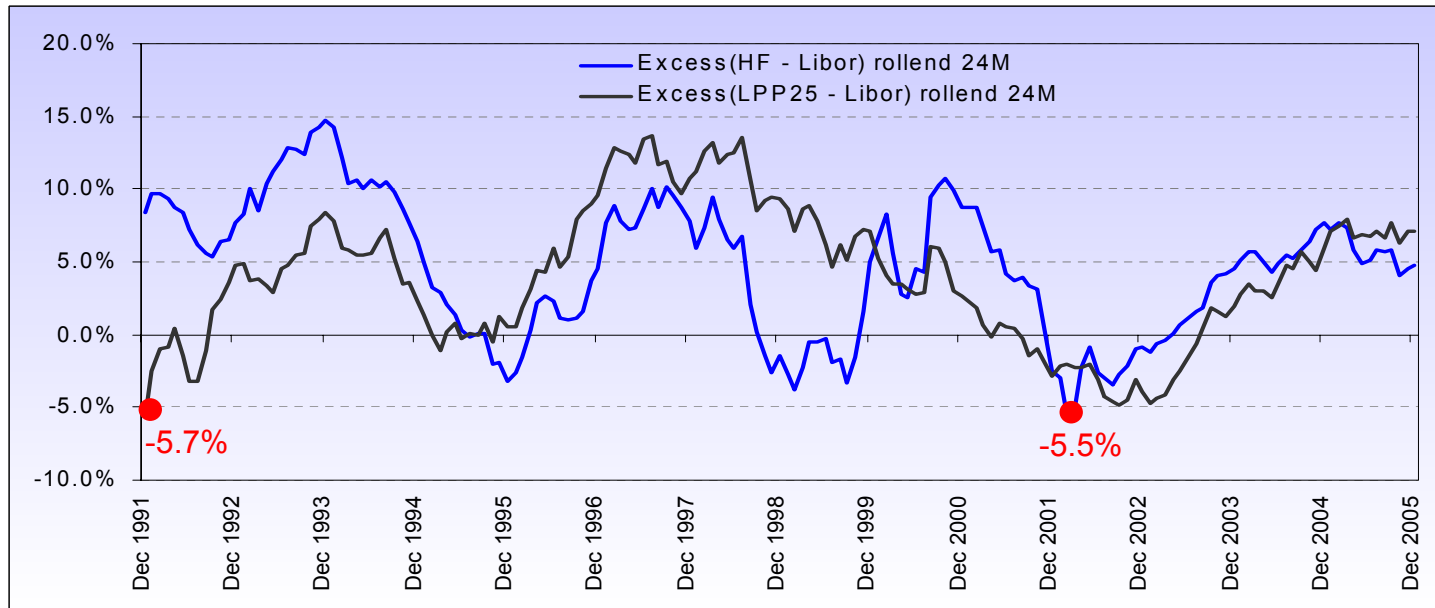
Überschussrendite HF Index über Libor 1M (p.a.; 24M rollend):



- Die Überschussrenditen gingen tendenziell zurück.
- Auch die HF Renditen sind zyklisch und können über zwei Jahre negativ sein!
- Deshalb können HF Renditen nicht reines Alpha sein.

Exkurs: Hedge Funds Renditen (2)

Überschussrendite HF Index vs. LPP-25 (p.a.; 24M rollend):



- HF Renditen sind nicht weniger zyklisch als jene vom LPP-25. Letztere haben aber keinen negativen Trend.
- Minima sind ähnlich: HF = -5.5%, LPP-25 = -5.7%.

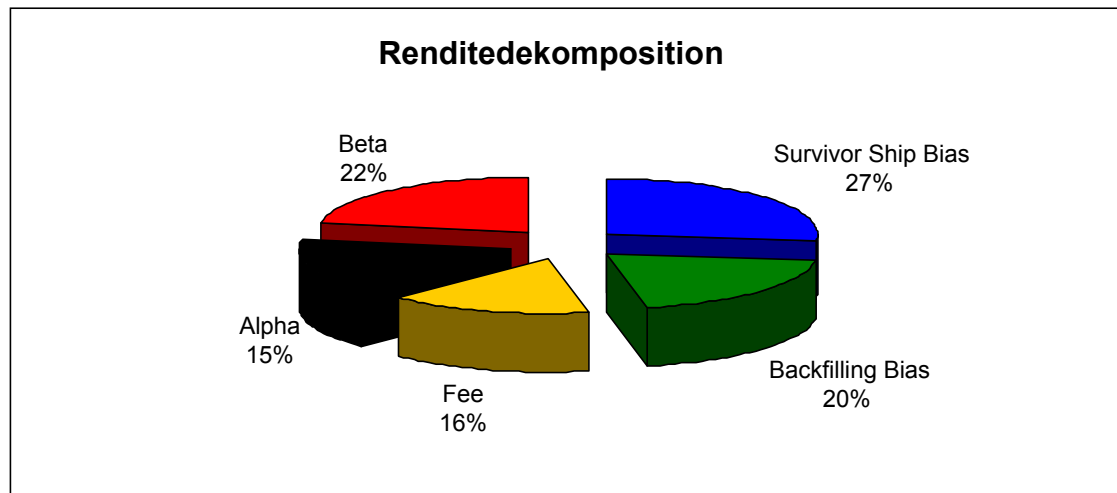
Wie zuverlässig sind die verfügbaren HF Renditen als Massstab für den Erfolg von „absolute return“-Strategien?

- Die Datenerhebung beruht auf den freiwilligen Angaben der HF-Manager.
- HF-Universum wird auf über 8'000 Fonds geschätzt. Jeder Indexanbieter deckt im besten Fall rund 2'000 Fonds ab.
- Survivorship bias: Ein relativ grosser Anteil Hedge Funds (20%!) überlebt die ersten 5-7 Jahre nicht. Manche Indexanbieter nehmen diese aus dem Index, ohne den Verlust zu verbuchen.

- Backfilling Bias: Gewisse Indexanbieter nehmen Funds erst auf, wenn sie eine Mindestdauer existieren und erfolgreich sind, verwenden dann aber die gesamte Performance „since inception“.
- Selection bias: Viele Hedge Funds erfüllen nicht die speziellen Qualifikationskriterien zur Aufnahme in einen Index.

Exkurs: Hedge Funds Renditen (5)

Analyse TASS Data Base von 1995 - 2004, 3'500 Single Hedge Funds, Equally Weighted Return (Brutto): 20.4% p.a.



Quelle: „Sources of Hedge Fund Returns: Alpha, Betas and Costs!“, Ibbotson und Chen (2005)

⇒ Eine Bewertung der effektiven Managementleistung ist mit diesen Daten nur beschränkt möglich!

Beispiel (5): Wie absolut ist absolut?

- Die jeweils schlechtesten Perioden (max. Drawdown):

Verlust- perioden	LPP-25	LPP-40	CHF Libor 1M	SBI	5%	HF Index (hedged)
Periode	Sept87 - Dez87	Sept87 - Dez87	---	Dez88- Apr90	---	Apr98 - Okt98
Anzahl Monate	3	4	---	16	---	6
Verlust	-7.51%	-12.66%	---	-9.13%	---	-15.84%
Periode	Okt00- Mar03	Okt00- Mar03	---	Jan94 - Sept94	---	Mai02- Okt02
Anzahl Monate	29	29	---	8	---	5
Verlust	-5.87%	-17.28%	---	-5.87%	---	-2.98%

- Ein defensives, breit diversifiziertes Portfolio (LPP-25) verlor in seiner schlechtesten Phase weniger als der Bond- oder Hedge Funds-Index bei ihrem max. Drawdown.
- Ein Schutz vor jeglichen (nominalen) Verlusten bot nur der 1-Monats Libor.

- Die realisierten Renditen beim „absolute return“-Ansatz sind u.U. weniger absolut als ex ante versprochen.
- Das heisst, kurzfristig müssen auch bei einem absoluten Renditeziel Verluste verkraftet werden können.
- Langfristig ist der „absolute return“-Ansatz im Mittel einem breit diversifizierten Portfolio nicht überlegen, insbesondere unter Berücksichtigung der Renditeverzerrungen bei HF.

Beispiel (7): Konklusion

- Basierend auf Opportunitätskostenüberlegungen (was wäre die Investitionsalternative?) müssen sich auch Produkte mit absolutem Renditeziel einen Vergleich mit einem breit diversifizierten Portfolio mit derselben erwarteten Rendite gefallen lassen.