



# Illiquide Anlagen

## Chancen und Risiken

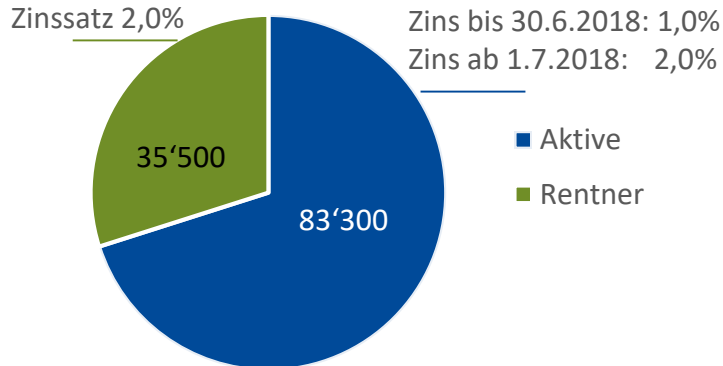
Thomas R. Schönbacher, Vorsitzender der Geschäftsleitung

14. Dezember 2018

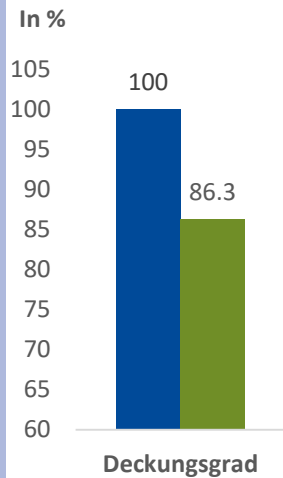
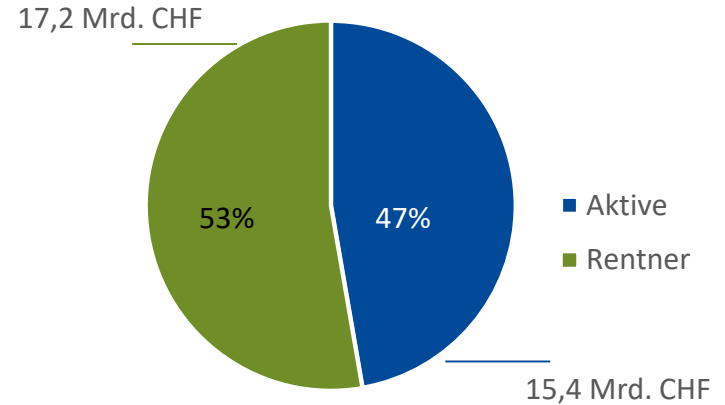
**BVK**

# BVK: Kennzahlen per 31. Dezember 2017

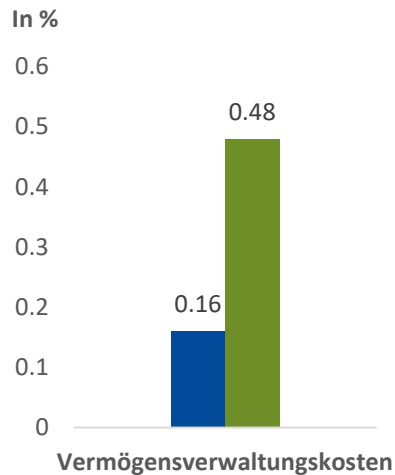
**Versicherte**  
118'800



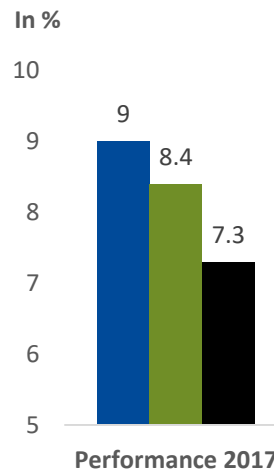
**Vorsorgekapital**  
32,6 Mrd. CHF



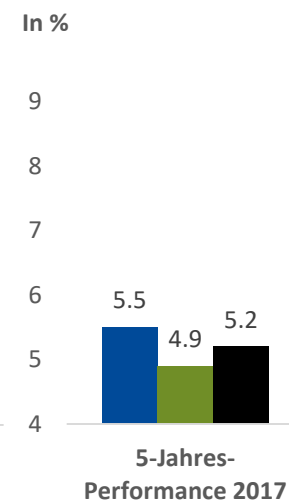
■ versicherungstechnisch  
■ ökonomisch



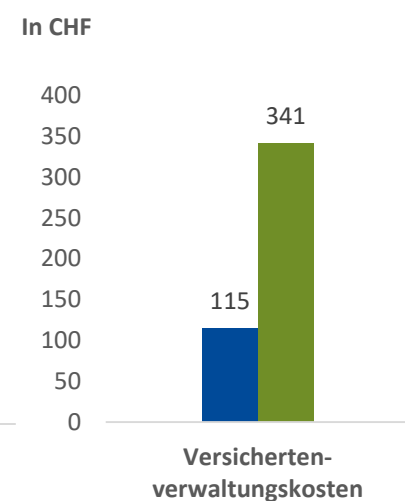
■ BVK  
■ Swisscanto PK-Studie 2018



■ BVK  
■ Benchmark  
■ UBS Barometer



■ BVK  
■ Benchmark  
■ UBS Barometer



■ BVK  
■ Swisscanto PK-Studie 2018



# Agenda

1. **Illiquide Anlagen bei BVK**
2. Herausforderungen oder «Fettnäpfen» von illiquiden Anlagen
3. Neue Anlageideen – BVK-Kompass

# Illiquide Anlagen – Chancen (die neue alte Börse)...



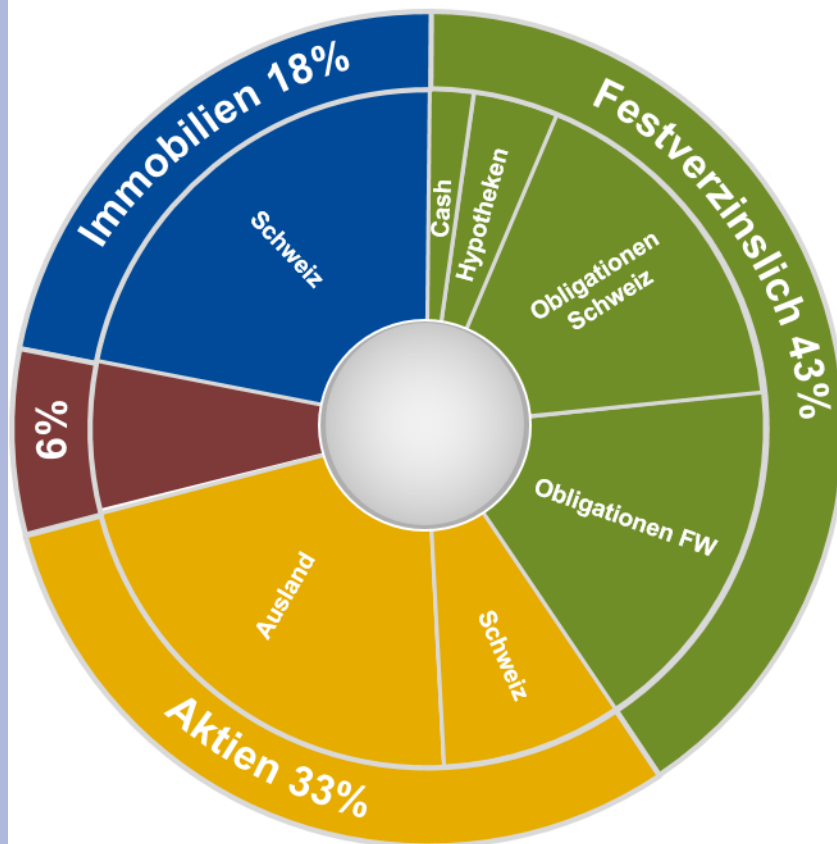


# ...und Risiken – der Polcevera Viadukt in Genua



© iStock - Luca Reina Mafaraci

# Anlagestrategie BVK / Anteil illiquide Anlagen



	SAA	Anteil illiquid
Cash	2%	50%
Hypotheken	4%	100%
Obligationen Schweiz	18%	30%
Obligationen FW	19%	0%
Aktien Schweiz	9%	0%
Aktien Ausland	24%	0%
Rohstoffe/Alternative Anlagen	6%	60%
Immobilien	18%	100%

**Totaler Anteil illiquider Anlagen an BVK Bilanz: 32%**

# Wo und wie investiert BVK in illiquide Anlagen?

## Immobilien: 18%

- Schweiz: ausschliesslich Direktanlagen
- Ausland: «Einkaufsgemeinschaft» via AFIAA
- In-house Wertschöpfungskette: Hauswart bis Projektentwickler

## Hypotheken: 4%

- Ca. 2'500 Retail-Hypotheken
- Ca. 30 Institutionelle Hypotheken (z.B. Wohnbaugenossenschaften)
- In-house Wertschöpfungskette umfassen inkl. Zinsausweis für Steuererklärung

## Obligationen CHF & Cash: 8%

- Ca. 100 Private Placements/Schuldscheindarlehen
- Darlehensverwaltung via Hypothekaradministration

## Alternative Anlagen: 2%

- «Run-off» Private Equity Programm mit ca. 60 Partnerships
- Private Placements für Corporate Schuldner mit guter Bonität



# Agenda

1. Illiquide Anlagen bei BVK
2. Herausforderungen oder «Fettnäpfen» von illiquiden Anlagen
3. Neue Anlageideen – BVK-Kompass



# Bewertung & Benchmarking

## So marktnah wie möglich

Was	Wie	Bewertung	Benchmarking
Immobilien CH	Marktwert	Jährlich	KGAST
Immobilien Ausland	Marktwert	Jährlich	IPD
Hypotheken	Buchwert	Jährlich	SBI-1-3Y AAA-A
Darlehen	Marktwert	Monatlich, Swap&Spread	SBI AAA-A
Private Equity	Marktwert	GP-Bewertung	Private Market Equivalent (PME)



# Illiquide Anlagen: Prädestiniert für Interessenskonflikte



© iStock



# Mögliche Interessenskonflikte aufgrund von...

## Performance-Fees

- «Benchmark-hugging» oder «if in trouble double»
- Anreiz des Managers, höhere Risiken einzugehen, da up-Side Vola entschädigt wird, down-side-Vola aber zu Lasten Anleger geht

## Intransparenz

- Mangelnde Liquidität und beschränkte unabhängige Bewertung erschwert Leistungsmessung
- Aura des Managers als «Magier»

## Prinzipal (Anleger) – Agent (Manager) Konflikt

- Langweilige Anlagen für Anleger oft besser
- Lange Haltedauer vs. schnellen Gewinn
- Einfache, verständliche Lösungen vs. hohe Fees

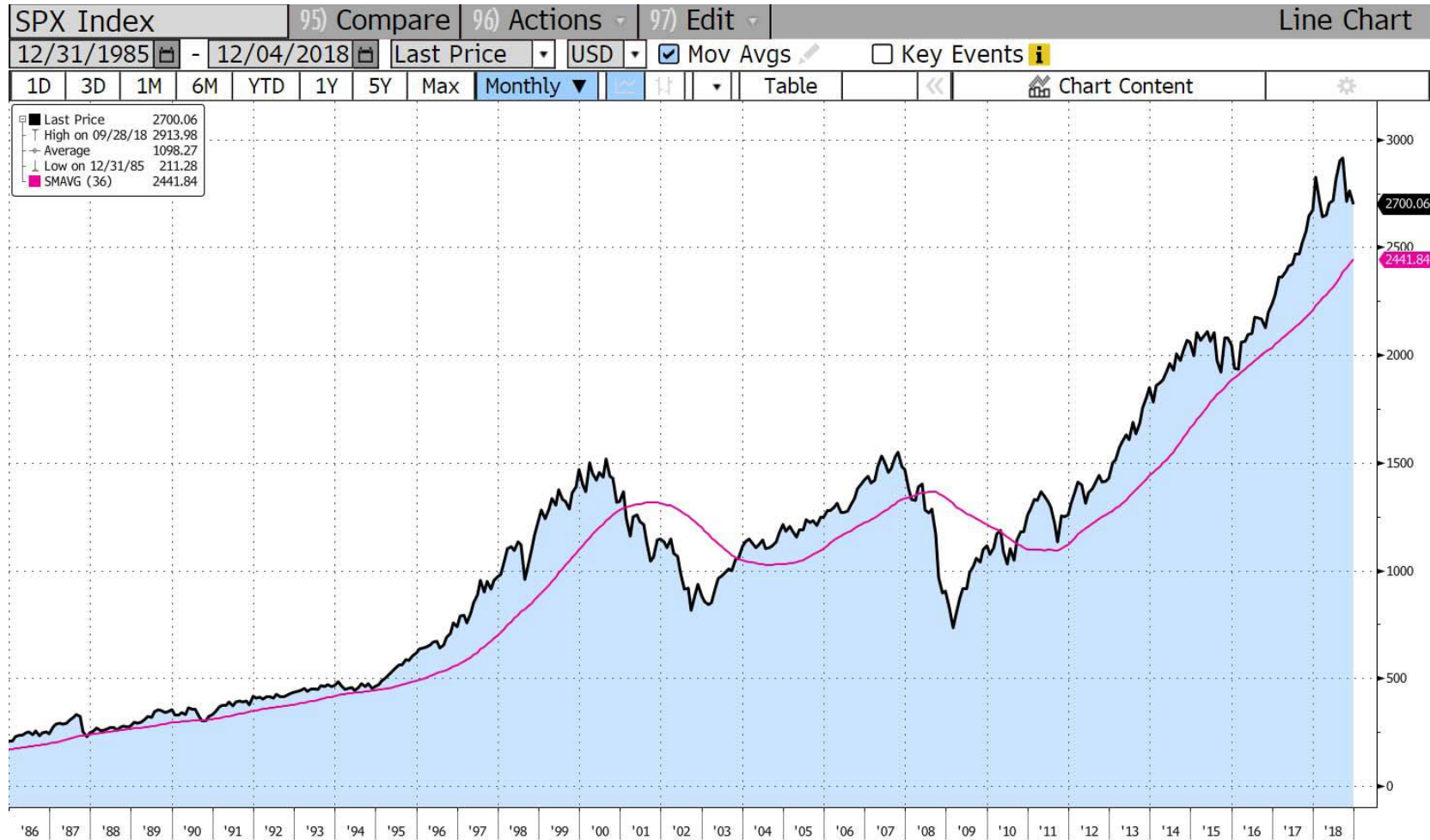


# Illiquide Anlagen: Unterschätzte Risiken?



© iStock

# Effekt von Marketing & «Performance-Glättung»: Welche Anlage hat die höhere Volatilität?





# Mögliche «Fettnäpfchen»-Vermeidung



© iStock





# Lösung 1: Insourcing der Wertschöpfungskette z.B. bei Immobilien



**Bedingt hohe Volumen für  
«economies of scale & skill»**

historisch gewachsen

hohe Flexibilität bei Mieterwünschen

Repositionierung

Verkauf

Kauf

Entwicklung

Bauen

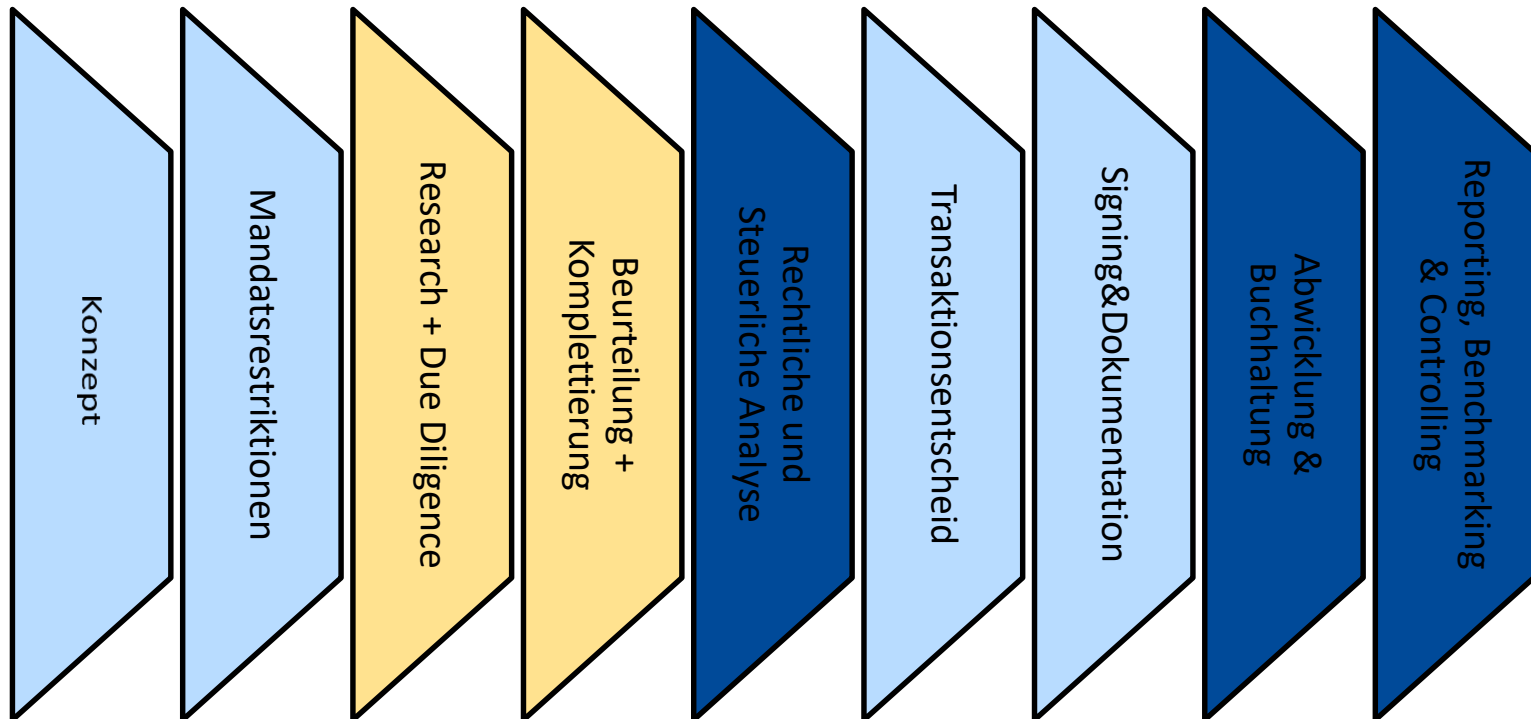
Betrieb

Inbetriebsetzung

Ganze  
Wertschöpfungs-  
kette inhouse

# Lösung 2: «Teile und Herrsche»

## Bewusstes Aufbrechen der Wertschöpfungskette



Legende Gelb: Entscheid & Infrastruktur Asset Manager / Dunkelblau: Externe im Auftrag/Überwachung BVK  
 Blau: Entscheid & Infrastruktur Pensionskasse



# Agenda

1. Illiquide Anlagen bei BVK
2. Herausforderungen oder «Fettnäpfen» von illiquiden Anlagen
3. **Neue Anlageideen – BVK-Kompass**

# Illiquide Anlagen? Tolle Anlageideen?



# Pressemeldungen über neue Anlageideen



**HOME** > **ENERGIE** > ENERGIE ZÜRICHSEELINTH: STADT WILL AKTIEN IM PUBLIKUM PLATZIEREN, CREDIT SUISSE-STIFTUNG ÜBERNIMMT 30% – ZEICHNUNGSFRIST LÄUFT BIS ZUM 15. NOVEMBER

**Energie ZürichseeLinth: Stadt will Aktien im Publikum platzieren, Credit Suisse-Stiftung übernimmt 30% – Zeichnungsfrist läuft bis zum 15. November**

BY **BJOERN ZERN** on **4. NOVEM** NZZ.CH

Zur Beta-Version der NZZ-Website wechseln

**Neue Zürcher Zeitung** 01 AG WIRTSCHAFT

---

19.12.2014, 18:13 Uhr  
**Alpiq stösst Beteiligung an nationaler Netzgesellschaft ab Aktionäre**

19.12.2014, 18:13 Uhr

**Neue Zürcher Zeitung** WIRTSCHAFT

**Pensionskassen**  
*Vorsorgeeinrichtungen gehen auf*

Die Geldschwemme der Notenbank...  
 bank...  
 Sammelstiftung Nest

**Eine Pensionskas  
 Wagniskapital vo**

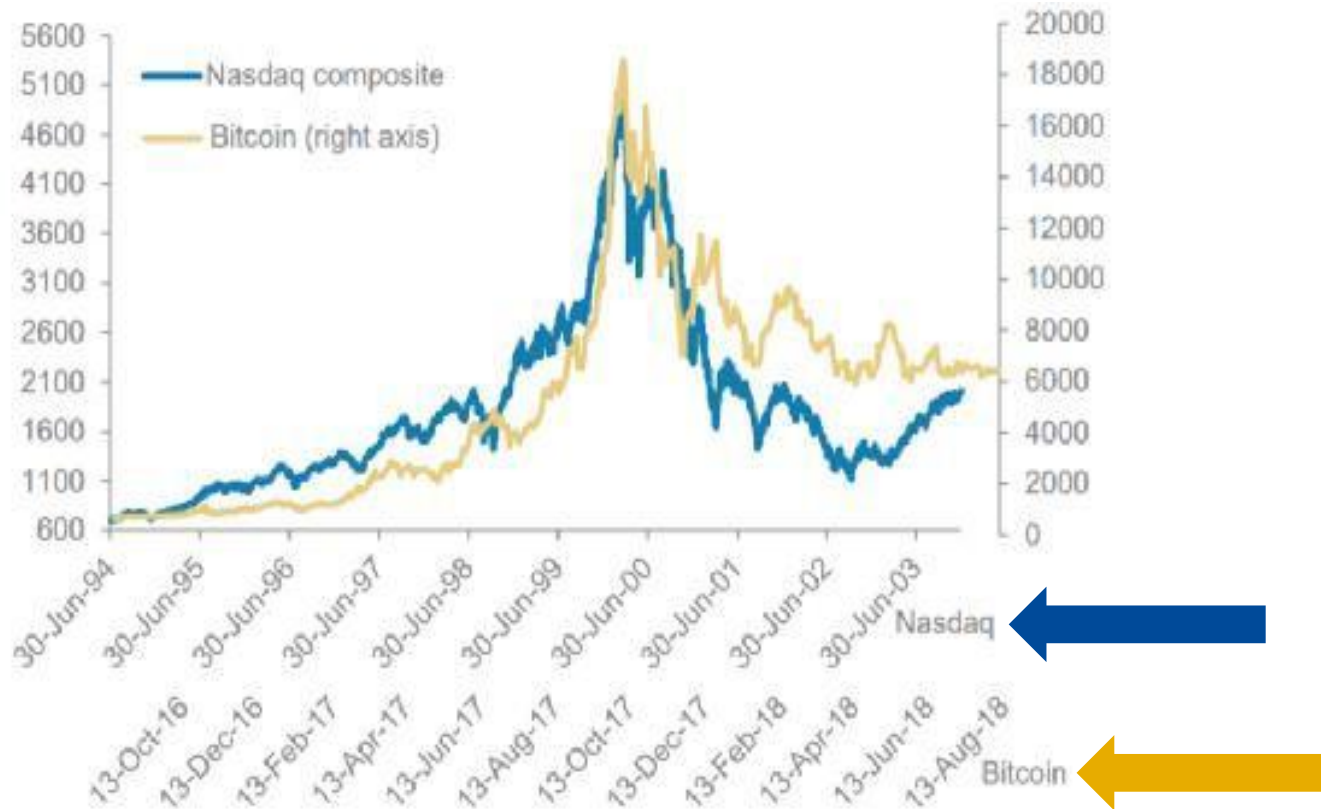
von Michael Ferber / 9.2.2017, 07:38 Uhr

Die Forderung, Pensionskassen sollten...  
 gescheitert. Die Sammelstiftung Nest investiert nun ab...



Swissgrid: Die Energiegruppe Alpiq entledigt sich im Rahmen der regulatorischen Möglichkeiten ihrer Beteiligung an der Netzwerkgesellschaft. (Bild: Gaetan Bally / Keystone)

# ...Crypto Assets – The new Asset Class...



Quelle: Referat Crypto Finance anlässlich Libera-Forum vom 21.11.18 (Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research)





# Was waren die tollen Anlageideen vor 10 Jahren?

- Hedge Funds
- 130/30-Fonds
- Portable Alpha
- Absolute Return
- Unconstrained Multi Asset
- STAA (Strategic Tactical Overlay Allocation)
- Smart-Beta
- ....



**Der «Friedhof der Finanzinnovationen» ist gross und gut besucht**

# Wie geht die BVK mit «neuen Anlageideen» um?

«Die letzte echte Innovation der Banken war der Geldautomat.»



Zitat von Paul Volcker, von 1979 bis 1987  
Vorsitzender der US Notenbank FED  
Danach u.a. Berater von Barack Obama  
der Finanzkrise



# Anlagegrundsätze BVK – für illiquide Anlagen

## massgebende Grundsätze

1. Die strategische Asset Allocation bestimmt den Anlageerfolg.
2. Wir trauen weder uns noch anderen Marktteilnehmern eine überdurchschnittliche Prognosefähigkeit zu.
3. Wir investieren bei Core-Anlagen grundsätzlich indexnah, d.h. passiv.
4. **Wir investieren nur dort, wo das Anlagerisiko durch eine signifikante und ökonomisch erklärbare Risikoprämie entschädigt wird.**
5. Marktrisikoprämien kaufen wir so kostengünstig und transparent wie möglich ein.
6. **Wir definieren beim Einstieg in Marktrisikoprämien, unter welchen Voraussetzungen wir wieder aussteigen.**
7. Als Anleger sind wir uns unserer ethischen, ökologischen und sozialpolitischen Verantwortung bewusst und berücksichtigen dies in unserem Investitionsverhalten.
8. Wir streben einfache Strukturen und Prozesse an und stellen sicher, dass wir einen möglichst hohen Teil der Marktrisikoprämie abschöpfen können.
9. **Wir verstehen Kosten als einen integralen Bestandteil der Nettoperformance.**

# Prinzip 4: Illiquiditätsrisiko – eine systematische Prämie?

## Definition (Quelle Finanzlexikon von PPCmetrics)

Kauft ein Investor ein illiquides (selten gehandeltes) Wertpapier, so will er für die Übernahme des Illiquiditätsrisikos entsprechend entschädigt werden

## Finanztheorie

- Wissenschaftlich analysiert und nachgewiesen, vgl. auch Sondernummer Schweizer Personalvorsorge vom Juli 2018
- Höhe der Prämie ist umstritten und – aufgrund Illiquidität – schwierig messbar

## Empirie

- Mehrertrag von Privatplatzierungen vs. öffentliche Anleihen bei gleicher Bonität
- Vermeidung direkter/indirekter Kotierungskosten (weniger Flexibilität/ Börsenanforderungen)

## Analyse BVK

- Eine für BVK relevante Risikoprämie



# Prinzip 6: Bei welchen Marktrisikoprämien sind wir ausgestiegen?

## 2010/2018: Private Equity

- Mehrertrag geht weitgehend an General Partner Manager und nicht an Limited Partner
- «Zauberformel BVK»: 2% Private Equity = 3% Listed Equity

## 2011: Hedge Funds

- Systematische Risikoprämien wie Size, Momentum und Credit
- Einbau dieser Prämien via Aktien/Obligationen effizienter und effektiver
- An «Manager-Alpha» glauben wir nicht, an den bösen Fee-Wolf schon

## 2012: Wandelanleihen

- Systematische Risikoprämien wie Size, Credit, Equity und Volatilität
- Einbau dieser Prämien via Aktien/Obligationen effizienter und effektiver





# Prinzip 6: Bei welchen Marktrisikoprämien sind wir eingestiegen?

## Ab 2014: Hypotheken

- Öffnung für Nicht-Versicherte
- Aufbau institutionelle Hypotheken
- Erhöhung Bestand von ca. 2,5% auf ca. 4% der BVK Anlagen

## Ab 2015: Private Debt/Schuldverschreibungen

- Rückzug der Banken bei Schuldner mit guter–sehr guter Bonität
- Klassische Illiquiditätsprämie im Vergleich zu öffentlichen Anleihen
- Aufbau auf ca. 1,5 Mrd. oder 3% der BVK-Anlagen

## Analyse BVK bezüglich Illiquiditätsprämie

- Regulierung/schrumpfende Bankbilanzen kreieren neue Möglichkeiten für illiquide PK-Anlagen
- Erhöhung des Anteils der illiquiden Anlagen im Zeitablauf
- Eine Pensionskasse ist keine Bank, auch nicht eine Parabank





# Prinzip 9: Tiefe Kosten bei illiquiden Anlagen?

- Bei in-house Produktion: Wegfall der «Marketing- und Vertriebsmarge»
  - Immobilien Schweiz: TER von 0,24% vs. KGAST von ca. 0,60%
  - Hypotheken: TER von 0,10% vs. Markt bei ca. 0,25%
- Bei externem Einkauf
  - Jeder Dienstleister weiss, dass er auswechselbar ist
  - Nutzen des Konkurrenzkampfs der Anbieter



© iStock

# Illiquide Anlagen – wohin geht die Reise?

Anlage	Ausblick
Private Equity	Eher nicht
Venture Capital	Eher nicht
Infrastruktur Global	Eher nicht
Infrastruktur Schweiz Attraktive und nachhaltige regulatorische Risikoprämie	Prüfenswert
Schuldscheindarlehen und Institutionell Hypotheken Marktchancen aus Rückzug der Banken nutzen	Umsetzung

**Bewährtes Ausbauen: Immobilien CH Direktanlagen und Hypotheken**

# Fazit

- Anteil «illiquide» Anlagen ist grösser als man auf den ersten Blick denkt
- Interessenskonflikte sind nicht zu unterschätzen
- Anlagegrundsätze als Orientierungshilfe
- Auch hier gilt «mehr Performance = mehr Risiken»

