© NZZ AG

# Harvards Lehren für Pensionskassen

*Vorsorgeeinrichtungen schneiden gut ab.* ***Von D. Liechti, A. Reichlin und P. Rohner***

Die Fonds von US-Eliteuniversitäten wie Harvard oder Yale sind bekannt für innovative Anlagestrategien. Schweizer Pensionskassen schneiden ihnen gegenüber aber recht gut ab.

Die hohe Rendite berühmter amerikanischer Endowment-Funds wie Harvard und Yale wirft regelmässig die Frage auf, ob Schweizer Pensionskassen sich an diesen orientieren sollten. Ein Endowment-Fund ist ein Investitionsfonds, der von einer Institution wie einer Universität, einer gemeinnützigen Organisation oder einem Spital ins Leben gerufen wurde. Geäufnet wird er durch Beiträge von Spendern, die vom Fonds keinen materiellen Gegenwert erwarten. Die laufenden Ausgaben des Fonds werden über Anlageerträge finanziert. Ein Teil der Ausgaben ist nicht garantiert und zeitlich flexibel gestaltbar. So können beispielsweise geplante Investitionen wie der Bau eines neuen Universitätsgebäudes zeitlich verschoben werden. Genau dies unterscheidet die Fonds von Schweizer Pensionskassen: Letztere sind verpflichtet, Renten und Freizügigkeitsleistungen fristgerecht und vollumfänglich auszuzahlen. Endowment-Funds können entsprechend risikoreicher investieren.

## Viel alternative Anlagen

Solche Fonds sind seit den 1920er Jahren bekannt für ihre innovativen Anlagestrategien. Sie gehörten zu den ersten institutionellen Investoren mit einem sehr hohen Aktienanteil, was sich langfristig in einer überdurchschnittlich hohen Rendite auszahlte. In den 1990er Jahren investierten Endowment-Funds vermehrt in alternative Anlagen wie Private Equity, Hedge-Funds oder Infrastruktur. Das Ziel war, eine zusätzliche Diversifikation zu erreichen, Zugang zu besonders talentierten Vermögensverwaltern zu erhalten sowie eine Illiquiditätsprämie zu erwirtschaften.

Der Anteil alternativer Anlagen ist im Vergleich mit Schweizer Pensionskassen, die im Durchschnitt mit rund 5% in dieser Anlageklasse investiert sind (ohne Immobilien), sehr hoch (vgl. Tabelle). Zudem bestehen zwischen den Endowment-Funds wesentliche Unterschiede. Beispielsweise investiert Yale 31% in Private Equity, während Harvard 16% in dieser Anlageklasse anlegt.

Die Rendite der drei führenden Endowment-Funds war von Juli 2003 bis Juni 2013 klar höher als diejenige von Schweizer Pensionskassen, während die Rendite des durchschnittlichen US-Endowment-Funds – in der Tabelle mit Nacubo bezeichnet – nur leicht besser war. Die höhere Rendite ist primär auf höhere Anlagerisiken zurückzuführen. Dieses höhere Risiko zeigte sich insbesondere im Zeitraum Juli 2008 bis Juni 2009, als der durchschnittliche US-Endowment-Fund 19,1% verlor. Harvard, der renommierteste Endowment-Fund, erwirtschaftete 2008/09 gar eine Rendite von –28,3%. Im Vergleich hierzu verlor die durchschnittliche Schweizer Pensionskasse von Juli 2008 bis Juni 2009 nur 5,3%.

Wie sieht der langfristige Vergleich aus, wenn die Rendite um das Risiko bereinigt wird? Es zeigt sich, dass Schweizer Pensionskassen nicht schlechter, sondern eher besser investiert waren als der durchschnittliche US-Endowment-Fund. Auch gegenüber den drei grossen Endowment-Funds liegen Schweizer Pensionskassen nicht weit zurück.

Aufgrund der überdurchschnittlichen Anlageergebnisse der Endowment-Funds der Top-Universitäten stellt sich die Frage, ob diese aufgrund ihrer speziellen Fähigkeiten einen Mehrwert gegenüber dem Markt generieren oder ob sie nur für das Eingehen systematischer Marktrisiken entschädigt werden. Brad M. Barber und Guojun Wang kommen in ihrer Studie zum Schluss, dass die fünf grössten Endowments über den Zeitraum von 1991 bis 2011 zwar einen Mehrwert («Alpha») von 0,46% pro Jahr erzielten, dieser aber statistisch nicht von null unterscheidbar war. Über alle US-Endowment-Funds hinweg war das Alpha mit –0,68% pro Jahr sogar negativ.

Die hohen Anlagerenditen der Endowment-Funds der führenden Universitäten sind somit nicht das Resultat überdurchschnittlicher Selektions- und Timing-Fähigkeiten, sondern eine Entschädigung für die Übernahme zusätzlicher Risiken. Im Gegensatz zum durchschnittlichen Endowment-Fund wurden die Investitionen der Top-Universitäten in alternative Anlagen allerdings mit einer zusätzlichen Rendite entschädigt.

## Lohnenswerte höhere Risiken

Die Rendite von Endowment-Funds war in den letzten Jahren tatsächlich höher als jene von Schweizer Pensionskassen. Dieser Umstand ist primär auf den höheren Anteil risikoreicher Anlagen zurückzuführen, da die Fonds aufgrund niedrigerer fixer Verpflichtungen eine höhere Risikofähigkeit aufweisen. Risikobereinigt wirtschafteten die hiesigen Pensionskassen besser als der durchschnittliche US-Endowment-Fund. Die Fonds der drei Eliteuniversitäten Harvard, Yale und Princeton sind als Spezialfälle zu betrachten. Vieles deutet jedoch auch bei ihnen darauf hin, dass sie nicht über spezielle Fähigkeiten verfügen, sondern für das Eingehen höherer Risiken langfristig mit einer höheren Rendite entschädigt werden.

Brad M. Barber und Guojun Wang, 2013, «Do (Some) University Endowments Earn Alpha?» Financial Analysts Journal, 69, 5.

Die Autoren Dr. **Diego Liechti,** Dr. **Andreas Reichlin** und Dr. **Philippe Rohner** sind für die Beratungsgesellschaft PPCmetrics tätig.

## Anteil alternativer Anlagen, in %

| Anlageklasse | Harvard | Yale | Princeton |
|---|---|---|---|
| «Real Assets» (Immobilien, Wald, Infrastruktur usw.) | 23 | 27 | 18 |
| Private Equity | 16 | 31 | 31 |
| Absolute Return | 15 | 20 | 26 |
| Rohwaren | 2 | – | – |
| **Total alternative Anlagen** | **56** | **78** | **75** |

QUELLE: ENDOWMENT FUNDS 2012/13

## Renditen im Vergleich, in %

| | Harvard | Yale | Princeton | Nacubo[1] | CH PK[2] | Pictet BVG 40 Plus[3] |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Rendite 2008/09 | –28,3 | –25 | –23,9 | –19,1 | –5,3 | –8,5 |
| Rendite 2003–13 | 9,5 | 9,4 | 9,1 | 5,5 | 3,7 | 4,1 |
| Volatilität | 13,6 | 13,6 | 12,4 | 10,9 | 6 | 8,1 |
| Rendite/Risiko-Quotient | 0,70 | 0,69 | 0,74 | 0,51 | 0,62 | 0,51 |

[1] Durchschnitt US-Universitäts-Endowment-Funds; [2] Credit-Suisse-Pensionskassen-Index; [3] ab 2006 inkl. alternativer Anlagen.

QUELLE: ENDOWMENT FUNDS, NACUBO, CS, BLOOMBERG, PPCMETRICS