



PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research. www.ppcmetrics.ch

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.



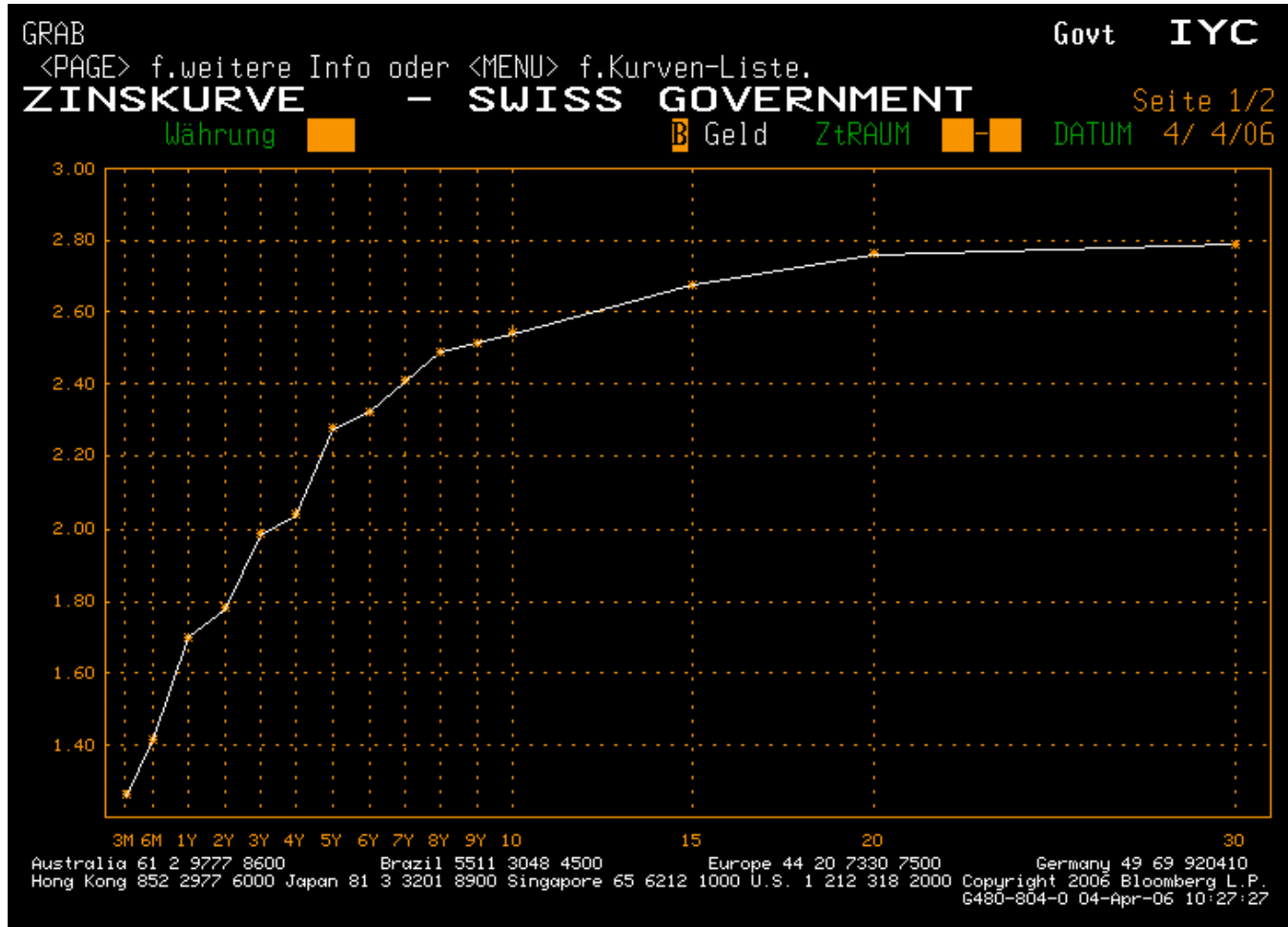
Some of the graphs/pictures are not available online

- 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

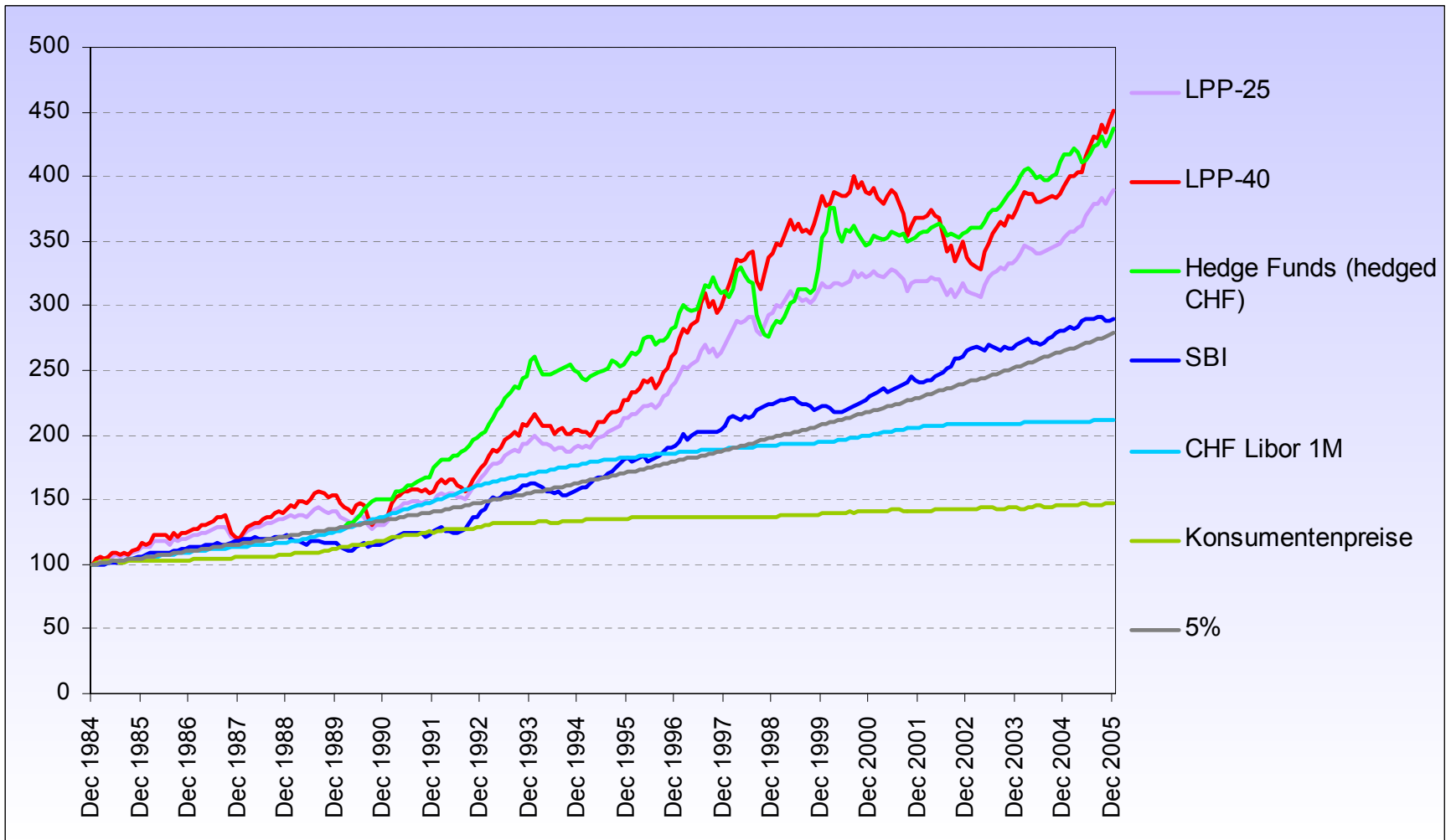
Zielrendite langfristig = 5.0%

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

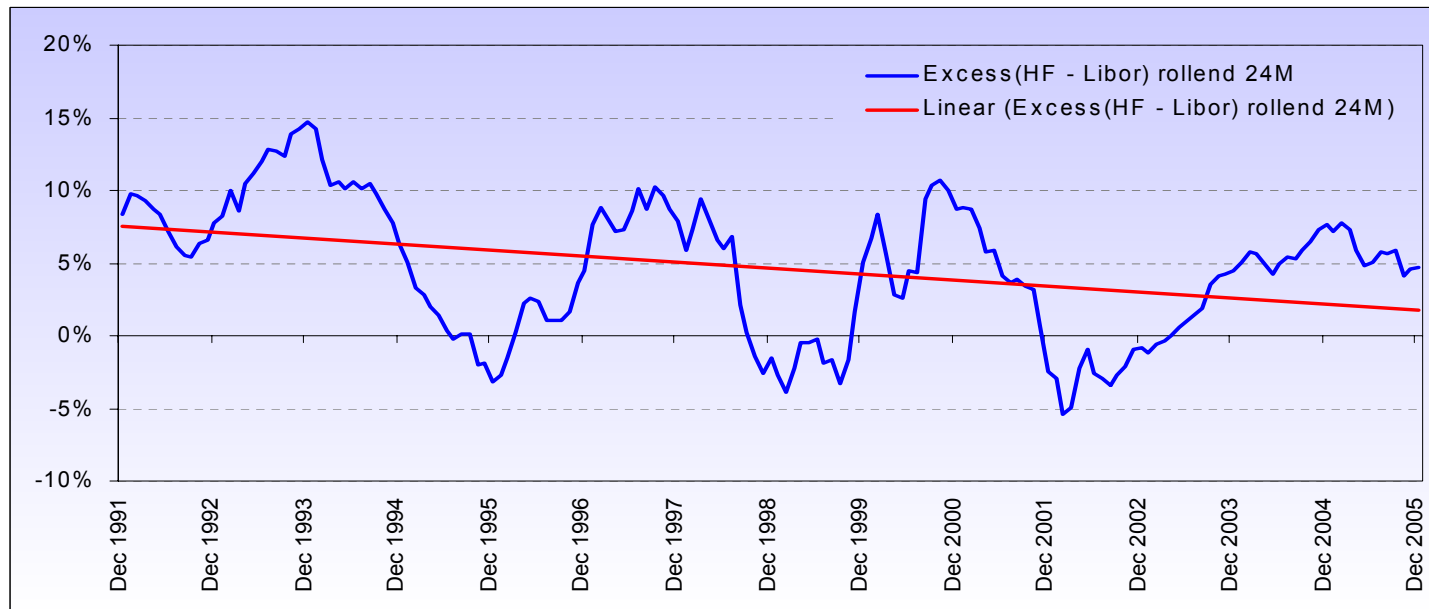
Renditen:

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)

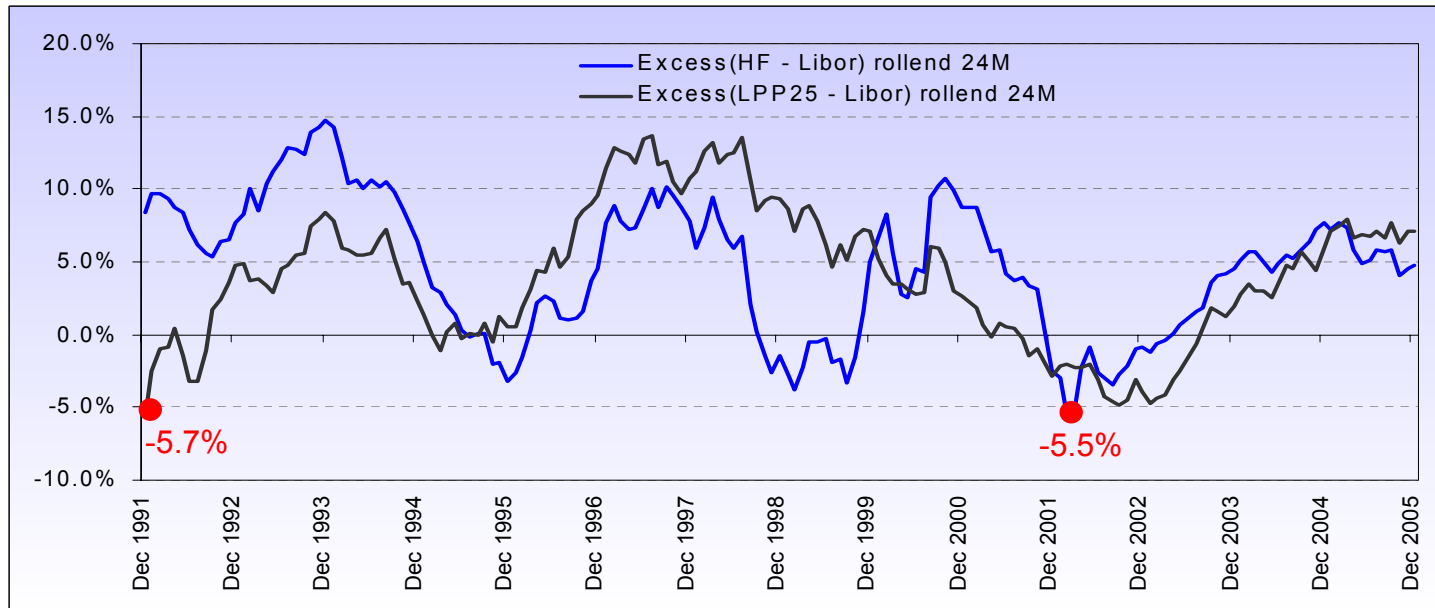
Überschussrendite HF Index über Libor 1M (p.a.; 24M rollend):



- 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.

⇒ 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.

