

# Segen und Fluch des süßen Gifts

**Benchmark** Wer seine Asset Allocation optimal bestimmt und das konsequent umsetzt, braucht den Vergleichsmaßstab nicht zu schlagen.

PIRMIN HOTZ

Bei der Verwaltung von institutionellen Kundengeldern wie Pensionskassen ist es üblich, sich an einer Benchmark zu orientieren. Die Benchmark leitet sich aus der strategischen Ausrichtung respektive der sogenannten Asset Allocation des Anlegers ab. Im Umgang mit umfassenden Vorsorgegeldern ist es zweifellos zweckmässig, dass sich die Verantwortlichen in regelmässigen Zeitabständen ein Bild machen, wie ihre Anlagen bezüglich Rendite und Risiko im Vergleich zu einer repräsentativen, passiven Benchmark abschneiden.

Die Benchmark und gegebenenfalls ein festgelegter Tracking Error, der den Vermögensverwaltern den Freiheitsgrad in ihren aktiven Abweichungen von der Benchmark vorgibt, dienen den Stiftungsratsmitgliedern einer Pensionskasse als effiziente Kontrollgrössen. Hat der Portfoliomanager die Benchmark geschlagen? Und welches Risiko, ausgedrückt durch die Volatilität respektive Standardabweichung, ging er dabei im Vergleich zur Benchmark ein? Die Ausrichtung an einer Benchmark ist in der modernen Vermögensanlage institutioneller Gelder zu Recht nicht mehr wegzudenken. Doch die oft sture und einseitige Ausrichtung der Kontrollorgane auf diese «heilige Kuh» ist nicht ungefährlich.

## Professionelles Halbwissen

Die Festlegung der Asset Allocation und damit indirekt auch der Benchmark ist die wichtigste Entscheidung, die ein Anleger überhaupt zu treffen hat. Sie bestimmt zu rund 90 Prozent darüber, wie sich die Renditen und Risiken in Zukunft

verhalten werden. Sollen 10, 20, 50 oder 80 Prozent des Vermögens in Aktien oder Anleihen angelegt werden? Wie hoch soll der Immobilienanteil sein? Sollen Alternativanlagen wie Hedgefonds, Private Equity, Infrastrukturthemen oder strukturierte Produkte Teil der Strategie sein? Und wie verhält es sich mit Währungen, Junkbonds oder Schwellenmarktanleihen?

Obwohl der Entscheidung der individuell optimalen Anlagestruktur eine überragende Bedeutung zukommt, erfolgt diese in der Praxis oft ziemlich rudimentär

## Oft wird mit fast religiösem Eifer auf das Übertreffen oder Verfehlen der Benchmark geschaut.

und mit professionellem Halbwissen. Regelmässig muss erstaunt festgestellt werden, dass viele Pensionskassenvermögen suboptimal strukturiert sind – sie haben oft zu wenig Aktien, investieren stattdessen in riskante Anleihen oder in hochmarginale und intransparente Produkte, die kaum rentieren. Statt sich mit den wesentlichen Anlagefragen zu beschäftigen, fokussieren sich die Verantwortlichen im Monatsrhythmus und mit fast religiösem Eifer auf die Frage, ob ihre Geldverwalter die festgelegte Benchmark übertreffen oder verfehlen. Dabei ist aber wissenschaftlich völlig unstrittig, dass deren aktive Entscheidungen gerade einmal 10 Prozent der zukünftigen Performance und Risiken beeinflussen.

Um es auf den Punkt zu bringen: Die meisten Verantwortlichen verwenden 90 Prozent ihrer Energie und ihrer Zeit dafür, die taktischen Entscheidungen der

einzelnen Manager zu steuern, und überprüfen, welche gerade einmal für 10 Prozent der Rendite verantwortlich sind. Dagegen wird die Strategie, um es spitz zu formulieren, in einer zweistündigen Sitzung vor dem Feierabendbier festgelegt. Wie herausfordernd das Finden einer optimalen Anlagestruktur sowie der damit zusammenhängenden Benchmark ist, zeigt auch die Tatsache, dass es gemäss der Branchenorganisation Index Industry Association weltweit mittlerweile 3,3 Millionen Indizes alleine auf Aktien gibt – und dies, obwohl insgesamt nur rund 44 000 Aktien kotiert sind. Der falsche Akzent der Kräfte führt selbst dann zu suboptimalen Resultaten, wenn die aktiven Manager ihre Benchmark regelmässig schlagen (siehe Tabelle).

Das Pensionskassenportfolio A ist zu 50 Prozent in Aktien, zu 30 Prozent in Immobilien und zu 20 Prozent in Obligationen investiert. In der Fünfjahresperiode von 2013 bis 2017 erzielte A eine Durchschnittsrendite von 8,1 Prozent. Das ist zwar absolut betrachtet sehr erfreulich. Relativ gesehen ist die Anlageleistung der Portfoliomanager von A allerdings ziemlich bescheiden ausgefallen, haben sie doch in vier von fünf Jahren die Benchmark verfehlt und diese nur in einem einzigen Jahr übertroffen. Demgegenüber steht das Pensionskassenportfolio B eines mit A vergleichbaren Unternehmens. Obwohl die Kasse B Voraussetzungen aufweist, die eine ähnliche Anlagestruktur wie diejenige von A erwarten liesse, sind bei B nur 20 Prozent in Aktien, 10 Prozent in Immobilien, aber 70 Prozent in Obligationen investiert.

## Die langfristige Optik

Die konservative Haltung in der Kasse B ist das Resultat davon, dass die Orientierung der Verantwortlichen kurzfristig ausgerichtet ist, was diese bei Marktturbulenzen regelmässig nervös macht, obwohl die Finanzierung und die Reserven ebenfalls sehr solide sind. Da die Stiftungsräte monatlich mit umfassenden und komplexen Performance-, Risiko- und Benchmarkberichten eingedeckt werden, konzentrieren sie sich auf das Vermeiden von Verlusten und Risiken. Die Vermögensverwalter von B werden getrieben von gestrengen externen Controllern, die deren Leistung im Monatsrhythmus mit der entsprechenden Benchmark vergleichen. Dagegen



**Fehlende Beträge zur Bezahlung der Renten:** Sie mussten aus den Reserven und Kapitalerträgen der Pensionskassen finanziert werden, zulasten aktiv Versicherter.

nehmen die Verantwortlichen in der Kasse A eine langfristige Optik ein – sie lassen sich demnach auch von zwischenzeitlichen Marktturbulenzen nicht unnötig aus der Ruhe bringen.

## Nicht das Mass aller Dinge

Die jährliche Rendite der Kasse B beträgt am Ende vergleichsweise bescheidene 4,4 Prozent. Ist das nun ein gutes Resultat? Wohl kaum. Die Kasse B kann zwar für sich proklamieren, dass sie respektive ihre Geldverwalter in jedem einzelnen Jahr ihre Benchmark übertreffen konnten. Aber diese überragende, taktische Anlageleistung macht bekanntlich nur 10 Prozent des Erfolgs aus.

Die Wahl der Strategie respektive der mit dieser zusammenhängenden Benchmark, die 90 Prozent der Anlageleistung dominiert, war hingegen eine miserable. Im Gegensatz zu B hat die Kasse A ihre Benchmark zwar regelmässig verfehlt. Die

viel wichtigere Entscheidung, nämlich diejenige der Anlagestruktur, war aber goldrichtig. Es zeigt sich an diesem Beispiel klar: Lieber eine Benchmark gegenüber einer optimalen Anlagestruktur ab und zu verfehlen, als eine Benchmark gegenüber einer suboptimalen Anlagestruktur regelmässig übertreffen.

Was können wir daraus lernen? Im Anlagegeschäft sollte ein viel grösseres Augenmerk darauf gelegt werden, was wirklich wichtig ist.

Nicht etwa das ohnehin stark vom Zufall begleitete Schlagen einer Benchmark im einzelnen Jahr ist das Mass aller Dinge im Vermögensgeschäft, sondern die langfristig optimale Festlegung der Anlagestruktur und damit der Benchmark selbst. Das optimale Portfolio ist also die Benchmark!

Pirmin Hotz, Inhaber der gleichnamigen Vermögensverwaltungsgesellschaft, Baar.

## Der falsche Akzent

Suboptimale Resultate, auch wenn der aktive Manager die Benchmark regelmässig schlägt

	Kasse A	Benchmark A*	Out-/Under-performance	Kasse B	Benchmark B**	Out-/Under-performance	Differenz von Kasse A zu B
2013	11,9%	12,3%	-0,4%	4,1%	4,0%	0,1%	7,8%
2014	10,1%	10,6%	-0,5%	8,5%	8,4%	0,1%	1,6%
2015	2,9%	2,1%	0,8%	2,0%	1,8%	0,2%	0,9%
2016	5,2%	5,4%	-0,2%	3,0%	2,9%	0,1%	2,2%
2017	10,9%	11,4%	-0,5%	4,7%	4,5%	0,2%	6,2%
<b>Total</b>	<b>47,9%</b>	<b>48,9%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>24,2%</b>	<b>23,4%</b>	<b>0,8%</b>	<b>23,7%</b>
p.a.	8,1%	8,3%	-0,2%	4,4%	4,3%	0,1%	3,7%

\*75% SPI, 35% MSCI WORLD AC, 20% SBI, 30% KGAST IMMOBILIEN  
\*\*6% SPI, 14% MSCI WORLD AC, 70% SBI, 10% KGAST IMMOBILIEN

QUELLE: DR. PIRMIN HOTZ & PARTNER VERMÖGENSVERWALTUNGEN

# Die Hypothek kommt von der Pensionskasse

## Finanzierung aus Vorsorge

Für die Hypothek geht man zur Bank. Was lange galt, stimmt so längst nicht mehr. Vor allem Versicherungen und PK mischen kräftig mit. Und bieten oft die günstigere Hypothek.

FREDY HÄMMERLI

Die Banken dominieren das Hypothekengeschäft klar: 95 Prozent aller Hypotheken werden über eine Bank abgewickelt. Gut ein Drittel des Geschäfts läuft traditionellerweise über die Kantonalbanken. Ein weiteres Viertel über die beiden Grossbanken UBS und CS. 17 Prozent gehen über die Raiffeisenbanken – vor zehn Jahren waren es erst 14 Prozent.

Diskret im Windschatten halten sich Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen. Dabei hätten sie allen Grund, ihr Hypothekangebot etwas offensiver anzupreisen. Denn ihre Konditionen sind oft deutlich günstiger als jene der Banken. Dies gilt vor allem für das halbe Dutzend Pensionskassen, die nicht nur ihren eigenen Versicherten, sondern Hypotheken für jedermann anbieten. Sie brauchen auch den Vergleich zu den Online-Anbie-

tern nicht zu scheuen. Häufig handelt es sich bei ihnen um Ableger von Banken, die sich auf diesem Weg einen weiteren Vertriebskanal und den Zugang zu einer jüngeren, internetaffinen Kundschaft verschaffen wollen.

Im Gegensatz zu den meisten Online-Banken gehören die Pensionskassen aber nicht nur bei kurz laufenden Hypotheken zu den Preisführern, sondern über alle Laufzeiten.

So ist beispielsweise die Pensionskasse der Post derzeit über alle Fixlaufzeiten von 2 bis 15 Jahren mindestens unter den fünf günstigsten Anbietern, oft liegt sie gar auf Platz zwei oder drei des Rankings. Zum Vergleich: Hypoclick.ch, die Online-Tochter der Bank BSU, belegt bei dreijährigen Hypotheken zwar konstant einen der vordersten Plätze. Bei den fünf- und siebenjährigen Hypotheken bewegt sie sich aber mit Rängen zwischen zwanzig und dreissig irgendwo im Mittelfeld. Erst bei den Zehnjährigen taucht sie wieder weit vorne auf. Ein ähnliches Bild zeigt sich auch bei Swissquote, die nur gerade bei den Kurzläufern wirklich günstig ist.

## Die Konditionen schwanken oft stark

Fast so günstig wie die Pensionskasse der Post sind die APK, die Pensionskasse der Aargauer Staatsangestellten, sowie die BVK, die Pensionskasse der Zürcher

Staatsangestellten. Auch ihre Hypotheken finden sich fast immer unter den zehn günstigsten Angeboten.

Bei lang laufenden Hypotheken liegt die APK sogar häufig auf der Spitzenposition. Für Eigenheimbesitzer, die sich nach einer günstigen Alternative auf dem Hypothekemarkt umsehen, lohnt sich auch ein Blick auf die Luzerner Pensionskasse, die Personalvorsorgekasse der Stadt Bern sowie die Pensionskasse SBB. Ihre Konditionen schwanken oft stark, halten zu be-

## Die Zurich gehört bei Laufzeiten ab sieben Jahren oft zu den günstigsten Hypothekaranbietern.

stimmen Zeiten und bei einzelnen Laufzeiten aber durchaus dem Quervergleich stand.

Aber nicht alle zinsgünstigen Hypothekengeber unter den Pensionskassen stehen allen Interessenten offen. Die BLVK beispielsweise, die Vorsorgestiftung der bernischen Lehrer, würde zwar regelmässig unter den günstigsten Anbietern figurieren, vergibt Hypotheken aber ausschliesslich an ihre Mitglieder und an deren nächstes Umfeld. Dieselbe Einschränkung gilt bei der Publica (Bundes-

angestellte) sowie der PBK (Bernische Pensionskasse).

## Bessere Hebel am Werk

Der Grund, weshalb Pensionskassen oft günstigere Hypotheken vergeben können als Banken, liegt auf der Hand: Sie investieren das Kapital ihrer Versicherten, Banken finanzieren sie dagegen überwiegend mit kurzfristig abrufbarem Fremdkapital, insbesondere auch mit Spargeldern.

Diesen Vorteil nutzen auch grosse Versicherer wie Allianz, Axa, Swiss Life, Vaudoise und die Zurich. Die Duration ihrer Verpflichtungen von durchschnittlich etwa 15 Jahren bringt es mit sich, dass sie vor allem im Geschäft mit mittleren und lang laufenden Hypotheken mithalten können. So gehört die Zurich bei Laufzeiten ab sieben Jahren oft zu den günstigsten Hypothekaranbietern überhaupt.

## Negativzinsen als Anreiz

Mit der Einführung der Negativzinsen haben sich die Anreize zur Vergabe von Hypotheken für die institutionellen Investoren zusätzlich verschoben. Viele Vorsorgeeinrichtungen sind davon stark betroffen. Gemäss der Swisscanto-Pensionskassenstudie 2017 zahlen 58 Prozent der Kassen Negativzinsen oder Guthabengebühren. Damit besteht ein Anreiz, einen Teil der festverzinslichen Positionen in

Hypotheken umzuschichten. Nicht zuletzt hat auch die verschärfte Regulierung des Hypothekengeschäfts namentlich für die Grossbanken weniger attraktiv gemacht. Die erhöhten Eigenmittel- und Liquiditätsvorschriften unter Basel III haben die Finanzierung für die Banken kostspieliger gemacht. Die institutionellen Investoren sind von der verschärften Regulierung in diesen Bereichen weniger tangiert.

Viele Banken fürchten, dass sich Versicherungen und Pensionskassen künftig ein grösseres Stück vom Hypothekarkuchen holen könnten: «Die «Regulierungskluft» zwischen Banken und institutionellen Investoren könnte sich durchaus weiter öffnen», meint beispielsweise UBS-Ökonom Elias Hafner.

Und auch ZKB-Chef Martin Scholl begegnet der neuen Konkurrenz mit kritischem Blick: «Wir beobachten beispielsweise, dass Player wie Pensionskassen, Anlagestiftungen oder Family Offices bei der Ablösung bestehender Hypotheken Konditionen anbieten, wo wir sagen: Da machen wir nicht mit.» Lieber stünde die ZKB in solchen Fällen an der Seitenlinie und übe sich in Geduld, meinte er gegenüber dem Branchenportal «Finews». Wohl mit Grund: Eine echte Bedrohung für die Goliaths unter den Hypothekarkassen dürften die Versicherungs-Davids wohl noch lange nicht werden.