

Bedeutung der Anlagestrategie für die Erreichung der Anlageziele



Andreas Rothacher & Ueli Sutter
12. September 2024

Management Summary

In diesem Forschungsbeitrag gehen wir auf die Bedeutung der Anlagestrategie für die Erreichung langfristiger Anlageziele ein. Zu diesem Zweck wird neben einer Literaturanalyse auch eine quantitative Untersuchung mit einem Datensatz von 50 Schweizer Pensionskassen durchgeführt. Neben der Bedeutung der Anlagestrategie soll auch der Beitrag der Selektion und der Taktik bzw. der Timing-Effekte untersucht werden. Unsere Analyse kann als Ergänzung zu früheren Forschungsaktivitäten in diesem Feld angesehen werden.

Die vorliegende Untersuchung bestätigt die Ergebnisse früherer Studien aus anderen Märkten und hat damit grundsätzlich für institutionelle Investoren über die Schweiz hinaus Relevanz. Die vorliegende Forschungsarbeit bestätigt die grosse Bedeutung der Anlagestrategie. Im Durchschnitt erklärte die Anlagestrategie rund 95% der effektiven Portfolioschwankungen. Bezogen auf das erreichte Renditeniveau wurde ein Durchschnittswert von rund 106% errechnet. Die untersuchten Pensionskassen lagen nach Kosten im Schnitt leicht hinter den jeweiligen Anlagestrategien. Der Selektionseffekt fiel marginal positiv aus, während der durchschnittliche Taktik-Effekt leicht negativ ausfiel. Im Durchschnitt gelang es den Pensionskassen, durch aktive Managementleistung den Effekt aus den Vermögensverwaltungskosten zu mildern.

Die Studie zeigt gleichzeitig auf, dass der Erklärungsgehalt der Anlagestrategie mit zunehmendem Grad an aktiver Positionierung tendenziell abnimmt, wobei auch bei Beobachtungen mit hohem Tracking Error nach wie vor rund drei Viertel der Portfolioschwankungen durch die Anlagestrategie erklärt werden. Aus der grossen Bedeutung der Anlagestrategie kann jedoch nicht abgeleitet werden, dass andere Vermögensverwaltungsaktivitäten nicht relevant sind. Es lässt sich jedoch festhalten, dass eine ungünstig gewählte Anlagestrategie in der Regel nicht durch eine gute Selektion oder eine gute taktische Positionierung korrigiert werden kann.

Institutionelle Investoren sind gut beraten, ihre Anlagestrategie in regelmässigen Abständen zu überprüfen und neue Strategievarianten sorgfältig und mit einem Bewusstsein für die quantitativen und qualitativen Implikationen verschiedener Strategievarianten abzuwägen.



Inhaltsverzeichnis

Management Summary	1
Einleitung	3
Literaturanalyse und theoretische Basis	4
Versuchsaufbau und Datensample	6
Ergebnisse	7
Rendite- und Risikokennzahlen	7
Einzeleffekte	8
Bestimmtheitsmass (R^2)	9
Renditeniveau	10
Bereinigung um Benchmarks bei Immobilien und Alternativen Anlagen	10
Zusammenfassung	11
Implikationen für institutionelle Anleger	12
Literatur	13
Autoren	14
Über Complementa	14
Kontakt	14

Einleitung

Die Erarbeitung einer strategischen Vermögensallokation bzw. Strategic Asset Allocation (kurz SAA) ist eine Kernaufgabe von Anlageverantwortlichen wie beispielsweise Stiftungsräten. Unter einer strategischen Vermögensallokation ist die Festlegung von langfristigen Zielquoten verschiedener Anlageklassen zu verstehen. Die strategische Vermögensallokation ist hierbei auf die Renditeziele, Risikofähigkeit, Anlagerestriktionen und den Zeithorizont des Investors auszurichten. Institutionelle Investoren legen die Anlagestrategie im Rahmen von Asset & Liability-Studien oder Asset Only-Studien in periodischen Abständen, z.B. alle drei Jahre, fest.

Von der strategischen Asset Allokation zu unterscheiden ist die taktische Allokation (auch Timing genannt), welche sich mit der kurzfristigen Positionierung (Unter- und Übergewichtung von Anlageklassen) gegenüber der definierten Strategie befasst. Dies kann erfolgen, um Risiken zu reduzieren oder kurzfristige Anlagechancen zu nutzen.

Die Diskussion über die Bedeutung der Anlagestrategie ist indes nicht neu. Praktiker und Akademiker beschäftigen sich seit mehr als 40 Jahren mit dem Thema. Dieser Diskurs soll im Rahmen der nachfolgenden Literaturanalyse gewürdigt werden. Die vorliegende Untersuchung analysiert die Daten von 50 Schweizer Pensionskassen über einen Zeitraum von fünf Jahren, von Juni 2018 bis Juni 2023. Der verwendete Datensatz umfasst kleine, mittlere und grosse Pensionskassen. Neben firmeneigenen Pensionskassen werden auch Sammelstiftungen und öffentlich-rechtliche Vorsorgeeinrichtungen berücksichtigt.

Literaturanalyse und theoretische Basis

Das theoretische Fundament zur Portfoliokonstruktion und zur Ausarbeitung einer Anlagestrategie wurde 1952 durch Harry Markowitz gelegt. Der Schwerpunkt lag dabei auf der Rendite-/Risikooptimierung und der Portfoliodiversifikation¹. Der systematische Prozess zur Ausarbeitung einer strategischen Vermögensallokation wurde u.a. durch William Sharpe (1987) beschrieben. Die Zerlegung der Anlagerendite in verschiedene Teileffekte wurde unter anderem von Fama (1972) beschrieben, und in den 1980er Jahren von Brinson und Fachler (1985) verfeinert. Die Diskussion über die Bedeutung der Anlagestrategie im Kontext verschiedener Portfoliomanagement-Aktivitäten wurde bereits in den 1970er Jahren und 1980er Jahren von verschiedenen Praktikern und Akademikern geführt.

Im Forschungsbeitrag «Determinants of Portfolio Performance» versuchten Brinson, Hood und Beebower 1986 erstmals, die Wichtigkeit der Anlagestrategie bezüglich der erreichten Renditen quantitativ zu messen. In dieser Untersuchung wurden die Daten von 91 grossen US-Pensionsfonds über eine Beobachtungsperiode von 1974 bis 1983 ausgewertet. Die Bedeutung der Anlagestrategie wurde mittels Bestimmtheitsmass (R^2) gemessen, indem die effektiven Renditezeitreihen gegen die Zeitreihen der jeweiligen Anlagestrategien regressiert wurden. Für dieses Sample wurde ein durchschnittliches R^2 von 93.6% errechnet. Im Durchschnitt erklärte die Anlagestrategie somit über 90% der Portfolioschwankungen. Dieser Versuchsaufbau wurde später für verschiedene Zeitreihen und geographische Räume (u.a. Vereinigtes Königreich, Kanada, Japan, Deutschland und Schweiz) wiederholt. Die Folgeuntersuchungen errechneten Kennzahlen in einer ähnlichen Grössenordnung.

Brinson, Singer und Beebower replizierten den Versuchsaufbau 1991 mit einem Datensample von 82 grossen US-Pensionsfonds mit Zeitreihen von 1977 bis 1987. Bei dieser Untersuchung lag das Bestimmtheitsmass bei 91.5%. Ibbotson und Kaplan präsentierten im Jahr 2000 eine weitere Untersuchung. Hierfür wurden die Daten von 94 US Balanced Mutual Funds (Monatsrenditen über 10 Jahre) und die Daten von 58 Pension Funds (Quartalsrenditen über 5 Jahre) verwendet. Bei den Mutual Funds erklärte die Anlagestrategie durchschnittlich rund 81% und bei den Pensionsfonds rund 88% der Varianz. Die Streuung der Resultate war bei den Mutual Funds grösser, während das Bestimmtheitsmass tiefer ausfiel, was auf einen höheren Grad an aktivem Management zurückgeführt wurde. Im Vergleich zu früheren Studien wurde hier zudem untersucht, in welchem Umfang die Anlagestrategie das erreichte Renditeniveau (Return Level) erklärt. Hierzu wurde für jeden Investor ein Verhältnis aus den Strategierenditen und den erzielten Portfoliorenditen gebildet. Ein Wert von über 100% bedeutet, dass die effektive Rendite unter der Strategierendite lag. Im Schnitt entsprach die Strategierendite 104% der erreichten Returns der Mutual Funds und 99% der erreichten Returns der Pensionsfonds.

Für den deutschsprachigen Raum ist die Untersuchung von Drobetz und Köhler aus dem Jahr 2002 hervorzuheben. Bei dieser Studie wurde ein Datensatz aus 51 Deutschen und Schweizer Balanced Mutual Funds über einen Zeitraum von mindestens sechs Jahren (bis 2001) ausgewertet. Das Bestimmtheitsmass lag dabei bei rund 83%. Das Renditeniveau lag bei 134%, was auf eine (durchschnittliche) Underperformance der untersuchten Fonds hindeutet. Neben den Kosten wurde hier auch auf ungünstiges Market Timing und negative Selektionseffekte hingewiesen.

2003 führte Vanguard eine Untersuchung mit 420 US Mutual Funds über den Zeitraum von 1962 bis 2001 durch und stellte ein durchschnittliches R^2 von 77% fest. Vanguard replizierte den eigenen Versuchsaufbau mit verschiedenen Datensätzen zwischen 2003 und 2021 mehrmals. Die Analysen umfassten dabei verschiedene Zeiträume und Märkte. Die Datenbasis bildeten jeweils Balanced Funds (Strategiefonds).

¹ In der Praxis wurde das Konzept der Portfoliodiversifikation bereits wesentlich früher umgesetzt. So bemühten sich niederländische bzw. englische sowie schottische Investment Trusts im 18. und 19. Jahrhundert, die Portfoliorisiken durch die Verteilung des Vermögens auf verschiedene Anlagen zu reduzieren (Rouwenhorst, 2016).

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass das durchschnittliche Bestimmtheitsmass der verschiedenen Studien meist über 80% lag (bei vielen Studien zwischen 85% und 95%). In Bezug auf das Renditeniveau sind Werte um 100% oder leicht darüber zu erwarten. Eine Auswahl wichtiger Studien wird hier aufgeführt:

Einfluss der Strategie auf die erreichten Anlageresultate				
Studie	Zeitperiode	Datensatz	Rendite* Mittelwert	Risiko** Mittelwert
Brinson, Hood & Beebower (1986)	1974 - 1983	91 US Pension Funds	112.0%	93.6%
Brinson, Singer & Beebower (1991)	1977 - 1987	82 US Pension Funds	101.0%	91.5%
Blake, Lehmann & Timmermann (1999)	1986 - 1994	306 UK Pension Funds	N/A	96.0%
Ibbotson & Kaplan (2000)	1993 - 1997	58 US Pension Funds	99.0%	88.0%
	1988 - 1998 (min. 10 Jahre)	94 US Balanced Funds	104.0%	81.4%
Drobetz & Köhler (2002)	1995 - 2001 (min. 6 Jahre)	51 CH & DE Investment Funds	134.0%	82.9%
Vanguard (2003)	1962 - 2001	420 US Balanced Funds	114.0%	77.0%
Vanguard (2005)	1966 - 2003 (min. 36 Monate)	227 Balanced Funds	122.1%	81.6%
Vardharaj & Fabozzi (2007)	1995 - 2004	131 US Large Cap Aktienfonds	103.7%	89.0%
	1995 - 2004	46 US Small Cap Aktienfonds	102.9%	84.0%
	1995 - 2004	41 Globale Aktienfonds	102.8%	87.0%
Vanguard (2007)	1966 - 2006 (min. 36 Monate)	189 US Balanced Funds	108.0%	82.1%
Xiong, Ibbotson, Idzorek & Chen (2010)	1999 - 2009 (min. 60 Monate)	4'641 US-Aktienfonds	N/A	83.0%
	1999 - 2009 (min. 60 Monate)	587 Balanced Funds	N/A	88.0%
	1999 - 2009 (min. 60 Monate)	400 Globale Aktienfonds	N/A	74.0%
Vanguard (2012)	1962 - 2011 (min. 48 Monate)	518 US Balanced Funds	104.9%	87.9%
	1962 - 2011 (min. 48 Monate)	245 Kanadische Balanced Funds	102.6%	82.0%
	1962 - 2011 (min. 48 Monate)	294 UK Balanced Funds	105.4%	75.8%
	1962 - 2011 (min. 48 Monate)	336 Australische Balanced Funds	105.9%	86.2%
Complementa (2024)	2018 - 2023	50 CH Pensionskassen	105.7%	95.1%

Die Studien über Pensionskassen und Pensionsfonds sind fett dargestellt.

* Renditeniveau - Strategierendite geteilt durch die effektive Portfoliorendite

** Bestimmtheitsmass (R^2) - Regression der Portfoliorendite gegen die jeweilige Anlagestrategierendite

In den letzten Jahren sind keine neuen Studien zum Schweizer Pensionskassenmarkt erschienen, welche sich auf diese spezifische Frage fokussierten. Im internationalen Bereich veröffentlichte vor allem Vanguard verschiedene Ergebnisse. Diese fokussierten sich jedoch auf Mutual Funds und nicht auf Pensionskassen. Allgemein kann festgestellt werden, dass die Verfügbarkeit von Performance- und Allokationsdaten für Pensionskassen im Vergleich zu Fondsdaten eingeschränkt ist und die Aufbereitung von grossen Datensamples aufwändig ist. Folglich gibt es in der Literatur mehr Forschungsbeiträge, die diese Fragestellung anhand von Fondsdaten untersuchen.

Versuchsaufbau und Datensample

Um aktuelle Erkenntnisse zu dieser Fragestellung für Schweizer Pensionskassen zu erhalten, wurde der oben geschilderte Untersuchungsaufbau mit einem Datensatz aus 50 Schweizer Pensionskassen durch ein Team der Complementa AG repliziert. Die untersuchten Pensionskassen umfassen sowohl firmeneigene Pensionskassen und Sammelstiftungen als auch öffentlich-rechtliche Vorsorgeeinrichtungen. Auch in Bezug auf die verwalteten Vermögen ist der Datensatz breit gestreut und umfasst sowohl kleine, mittlere als auch grosse Kassen. Die fünfjährige Untersuchungsperiode erstreckt sich von Ende Juni 2018 bis Ende Juni 2023. Sie umfasst sowohl Marktabschwünge (u.a. 2018, Corona Krise, Zinsanstieg im Jahr 2022) als auch Boomphasen (u.a. 2019, 2021).

Die Berechnungen der Portfoliorenditen basieren auf monatlichen Anlageklassenbeständen sowie den Renditen der verwendeten Anlageklassen. Die Strategierenditen basieren auf den jeweiligen Anlageklassenquoten und den definierten Benchmarkrenditen. Diese Datenreihen bildeten dann die Grundlage für die Berechnung der kumulierten Renditen, Renditevolatilität, Bestimmtheitsmass (R^2 mittels Regression). Sie bilden gleichzeitig die Berechnungsbasis für die annualisierten Renditen und Einzeleffekte (u.a. Selektion, Timing).

Die Logik der verwendeten Attributionsanalyse basiert auf der Methodik, die Brinson, Hood, & Beebower 1986 präsentierten.

Effektive Rendite der Anlageklasse i	r_{PFI}
Benchmark-Rendite der Anlageklasse i (passiv)	r_{Bmi}
Effektives Gewicht der Anlageklasse i	w_{PFI}
Strategisches Gewicht der Anlageklasse i (passiv)	w_{Bmi}
Effektive Portfoliorendite	$\sum (w_{PFI} * r_{PFI})$
Selektionseffekt	$\sum [(w_{Bmi} * r_{PFI}) - (w_{Bmi} * r_{Bmi})]$
Timing-Effekt / Taktische Allokationseffekte	$\sum [(w_{PFI} * r_{Bmi}) - (w_{Bmi} * r_{Bmi})]$
Benchmark-Rendite / Rendite der Anlagestrategie	$\sum (w_{Bmi} * r_{Bmi})$

Performance-Attribution nach Brinson, Hood & Beebower (1986)

Selektionseffekt: Der Selektionseffekt entspricht der Abweichung aus der effektiven Anlageklassenrendite und Benchmarkrendite, multipliziert mit den jeweiligen strategischen Anlageklassengewichten.

Timing-Effekt/Taktischer Allokationseffekt: Die Timing-Komponente entspricht dem Effekt, welcher aus der Steuerung der Portfoliogewichte entsteht. Dieser Effekt berechnet sich aus der jeweiligen Benchmarkrendite der Anlageklassen und den jeweiligen Anlageklassengewichten relativ zu den Strategiegewichten.

Neben diesen beiden Effekten beinhaltet diese Gleichung auch einen **Interaktionsterm**, der dem Residuum oder dem Restbetrag der Renditedifferenz entspricht, respektive dem Teil der Abweichung, der nicht durch die Taktik oder die Selektion erklärt werden kann.

Ergebnisse

Rendite- und Risikokennzahlen

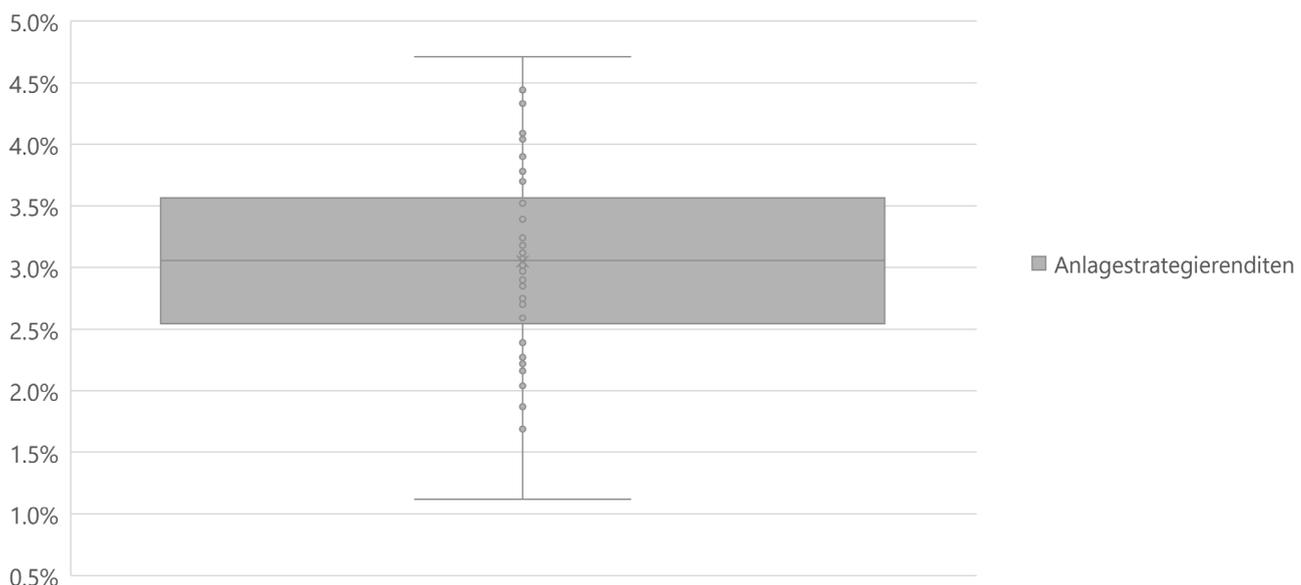
Im folgenden Abschnitt wird näher auf die Rendite- und Risikokennzahlen eingegangen.

Renditekennzahlen (Juni 2018 bis Juni 2023)				
	Rendite kumuliert		Rendite p.a.	
	Portfolios	SAA	Portfolios	SAA
Durchschnitt	15.8%	16.3%	3.0%	3.0%
Median	15.5%	16.2%	2.9%	3.1%
Minimum	7.4%	5.7%	1.4%	1.1%
Maximum	31.8%	25.9%	5.7%	4.7%

Rendite: In der Beobachtungsperiode von Juni 2018 bis Juni 2023 lag die durchschnittliche kumulierte Rendite der untersuchten Pensionskassen bei 15.8%. Die kumulierte Durchschnittsrendite der jeweiligen Anlagestrategien betrug 16.3%. Die Mediane lagen mit 15.5% für die Portfolios und mit 16.2% für die Strategien nahe bei den jeweiligen Mittelwerten.

An dieser Stelle soll die Verteilung der strategischen Renditen näher betrachtet werden. Diese erlaubt zusätzliche Einblicke in die Bedeutung der Anlagestrategie unter Ausklammerung der Selektions- und Timing-Effekte.

Verteilung der annualisierten Renditen



Die tiefste kumulierte Strategierendite lag bei 5.7%, wobei diese Vorsorgeeinrichtung eine sehr hohe Bondquote aufwies, was sich in Zeiten steigender Zinsen als nachteilig erwies. Die höchste kumulierte Strategierendite lag bei 25.9%. Diese Anlagestrategie wies eine Bondquote von 0% auf, und der Anteil der Immobilien betrug deutlich über 40%. Über fünf Jahre betrachtet, ergibt sich somit eine kumulierte Differenz von rund 20 Prozentpunkten zwischen den beiden Strategien. Annualisiert entspricht dies einer Differenz von 3.6 Prozentpunkten. Allgemein fällt auf, dass die Pensionskassen im obersten Quartil im Vergleich zum untersten Quartil im Mittel eine wesentlich höhere Quote an Immobilien und Alternativen Anlagen zu Lasten der Bondquote aufwiesen.

Betrachtet man die Verteilung der Strategierenditen, so fällt auf, dass es sich bei den Minimal- und Maximalwerten um Ausreisser handelt, wir konzentrieren uns deshalb nun auf die beiden mittleren Quartile. Für das 2. und 3. Quartil ergibt sich eine Renditedispersion von 4.5 Prozentpunkten über fünf Jahre (0.9 Prozentpunkten p.a.). Es zeigt sich somit, dass auch unter Ausklammerung der Extremwerte nach wie vor eine nicht zu vernachlässigende Renditedifferenz zwischen den verschiedenen Anlagestrategien besteht.

Volatilität/Risiko: Das annualisierte Risiko (Volatilität) für die untersuchten Pensionskassen beträgt durchschnittlich 6.2%, während die Vergleichsstrategien ebenfalls ein durchschnittliches Risiko von 6.2% p.a. aufweisen. Allgemein konnte anhand dieses Datensatzes nicht bestätigt werden, dass Pensionskassen als Gruppe systematisch mehr oder weniger Risiken eingehen als die jeweiligen Anlagestrategien.

Tracking Error: Der durchschnittliche Tracking Error für den vorliegenden Datensatz beträgt 1.4% p.a., der Median liegt annualisiert bei 1.1%. Bei 42 von 50 Pensionskassen wurde ein Tracking Error von unter 2% p.a. im Vergleich zu der jeweiligen individuellen Anlagestrategie festgestellt. Der maximale annualisierte Tracking Error beträgt 5.7%, wobei es sich dabei um eine Ausnahme handelt.

Einzeleffekte

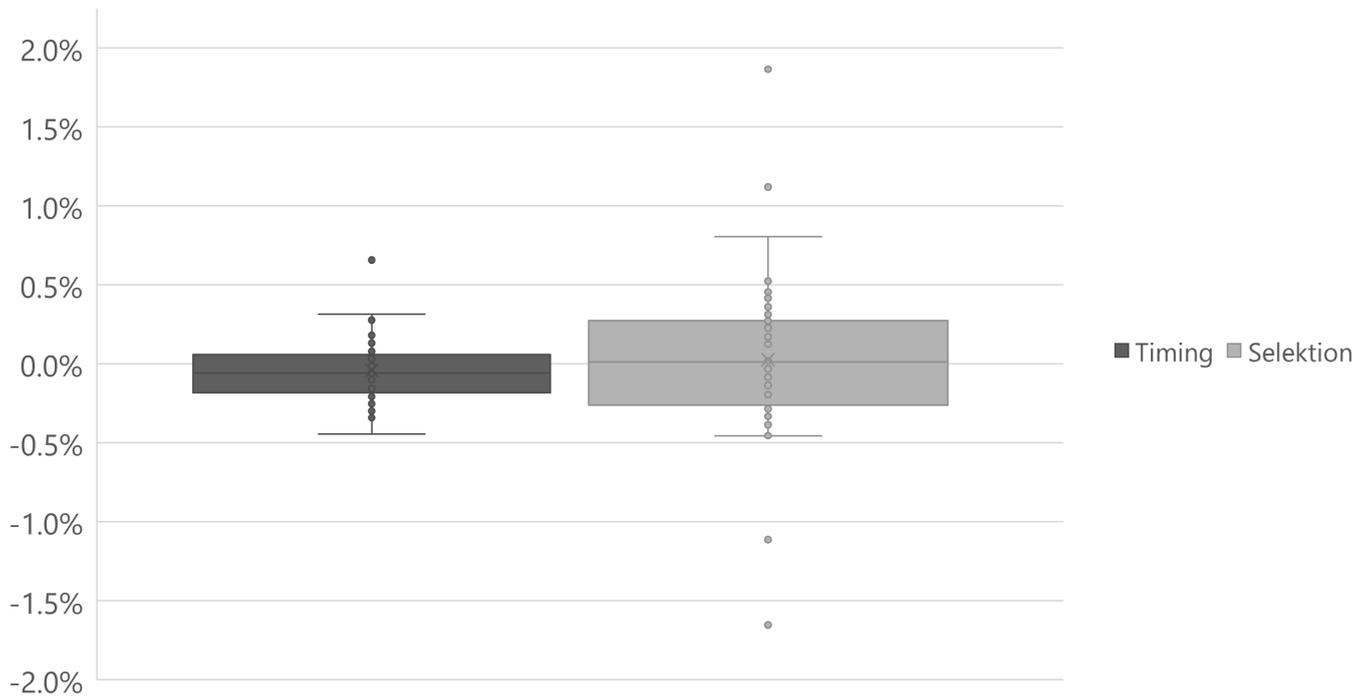
Im folgenden Abschnitt wird näher auf die Abweichungen sowie Einzeleffekte eingegangen.

Performance-Effekte (Juni 2018 bis Juni 2023 - annualisiert)				
	Timing	Selektion	Residuum/ Übrige	aktive Gesamt- abweichung
Durchschnitt	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%
Median	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%
Minimum	-0.4%	-1.7%	-0.5%	-1.6%
Maximum	0.7%	1.9%	0.5%	1.7%

Für dieses Datensample betrug die durchschnittliche Gesamtabweichung der effektiven Rendite und Anlagestrategie -0.1% pro Jahr (Median bei -0.2% p.a.). Damit lagen die Pensionskassen im Schnitt (nach Kosten) leicht hinter der Benchmark. Die Gesamtabweichung zwischen der effektiven Rendite und Anlagestrategie wurde zudem in verschiedene Teileffekte zerlegt. Im Durchschnitt lag der Timing-Effekt bei 0.0% p.a. (Median bei -0.1% p.a.). Der annualisierte Selektionseffekt lag bei 0.0% (Median bei 0.0%). Bei den Selektionseffekten ist zu beachten, dass eine durchschnittliche Pensionskasse eine Kostenquote von 0.4% bis 0.5% pro Jahr aufweist². Den untersuchten Pensionskassen ist es somit im Durchschnitt gelungen, diese Kosteneffekte mit aktiver Managementleistung zu mildern. Darüber hinaus entstanden sonstige Effekte in der Höhe von durchschnittlich -0.1% pro Jahr, die nicht den beiden anderen Effekten zugeordnet werden konnten.

² Complementa Risiko Check-up Studie 2024 – zwischen 2018 und 2023 lag die durchschnittliche Kostenquote zwischen 0.42% und 0.58%

Verteilung der Timing- und Selektionseffekte (p.a.)



Der tiefste Timing-Effekt lag bei -0.4%, der höchste bei 0.7%. Der höchste annualisierte Selektionseffekt betrug 1.9%, der tiefste Selektionseffekt lag bei -1.7%. Die Spanne der realisierten Selektionseffekte ist deutlich grösser als jene der Timing-Effekte. Die obige Grafik verdeutlicht dies. Die kleineren Timing-Effekte sind auch in Zusammenhang mit der eher strategienahen Umsetzung der Pensionskassenportfolios zu sehen. Da die Anlageklassengewichte nahe an den jeweiligen Strategiequoten gehalten werden, fallen die Timing-Effekte tendenziell klein aus.

Bestimmtheitsmass (R^2)

In diesem Abschnitt wird näher auf den Erklärungsgehalt der Anlagestrategie hinsichtlich der effektiven Risiken (anhand des R^2) eingegangen. Weiter wird auf die Entwicklung der R^2 -Werte bei steigendem Tracking Errors eingegangen.

Renditeniveau und R-Quadrat (2018 bis 2023)		
	R-Quadrat	Renditeniveau
Durchschnitt	95.1%	105.7%
Median	97.4%	106.1%

Wie in der ursprünglichen Studie von Brinson, Hood und Beebower wurden die effektiven Renditen auf die jeweiligen Anlagestrategien regressiert. Das Bestimmtheitsmass (R^2) liegt in unserem Datensample bei durchschnittlich 95.1% (Median bei 97.5%). Zum Vergleich: Bei der ursprünglichen Studie aus dem Jahr 1986 lag der R^2 -Wert bei 93.6%. Es kann somit festgehalten werden, dass die Anlagestrategie einen Grossteil der Schwankungen des effektiven Portfolios erklärt. Selbst für das Portfolio mit dem tiefsten Bestimmtheitsmass erklärt die SAA rund drei Viertel der Portfolioschwankungen. Da Pensionskassen im Schnitt strategienah investiert sind, fallen die R^2 -Werte erwartungsgemäss hoch aus. Mit zunehmender Abweichung von der SAA nimmt das Bestimmtheitsmass tendenziell ab.

Die Gegenüberstellung der Tracking Errors der einzelnen Portfolios mit den korrespondierenden R^2 -Werten zeigt deutlich, dass das R-Quadrat mit steigendem Tracking Error abnimmt. Das heisst, dass mit wachsendem Tracking Error der Erklärungsgehalt der Anlagestrategie in Bezug auf die Portfolioschwankungen reduziert wird. Im vorliegenden Datensatz lagen die beiden tiefsten R^2 -Werte bei 75.0% und 84.9%. Somit erklärt die Anlagestrategie selbst in diesen beiden Fällen mit Tracking Errors von jeweils über 2.9% p.a. drei Viertel bzw. rund 85% der Portfolioschwankungen.

Renditeniveau

In diesem Abschnitt wird näher auf den Erklärungsgehalt der Anlagestrategie in Bezug auf die erzielten Renditen (anhand des Renditeniveaus) eingegangen.

Über die Vergleichsperiode wurde ein durchschnittliches Renditeniveau (Return Level) von 105.7% berechnet, der korrespondierende Median liegt bei 106.1%. Die Strategierendite entspricht damit im Durchschnitt rund 106% der effektiven Rendite. Mit einem mittleren Renditeniveau von leicht über 100% lagen die Pensionskassen im Untersuchungszeitraum im Durchschnitt (nach Kosten) leicht hinter den jeweiligen Strategien. Vier von fünf Pensionskassen weisen ein Renditeniveau zwischen 85.1% und 118.6% auf. 19 Pensionskassen erzielten ein Renditeniveau von unter 100%, was einem Vorsprung (Nettorendite) auf die Anlagestrategie entspricht.

Bereinigung um Benchmarks bei Immobilien und Alternativen Anlagen

Das Benchmarking von Anlageklassen wie Immobilien und Alternativen Anlagen gestaltet sich oft schwieriger als bei liquiden Anlageklassen. Unter anderem sind die Benchmarks in diesen Anlageklassen oft nicht direkt investierbar bzw. können nicht ohne weiteres nachgebildet werden. Zudem sind teilweise keine exakt passenden Benchmarks verfügbar. Um diesen Umständen Rechnung zu tragen, wurden die Selektionseffekte der Immobilien und der Alternativen Anlagen herausgerechnet, beziehungsweise mit der jeweiligen Anlageklassenrendite gleichgesetzt.

Erwartungsgemäss steigt das durchschnittliche Bestimmtheitsmass leicht von 95.1% auf 97.5%. Das durchschnittliche Renditeniveau steigt von 105.7% auf 110.9%. Die durchschnittliche Gesamtabweichung steigt von -0.1% p.a. auf -0.3% (Median bleibt bei -0.2% p.a.). Der durchschnittliche annualisierte Timing-Effekt sinkt von 0.0% auf -0.1% (Median bleibt bei -0.1% p.a.). Der durchschnittliche Selektionseffekt sinkt von 0.0% auf -0.2% p.a. (Median sinkt marginal von 0.0% auf -0.1% p.a.). Man kann also festhalten, dass die Benchmarking-Problematik die Ergebnisse nicht wesentlich beeinflusst bzw. sich nur bei den Extremwerten bemerkbar macht.

Zusammenfassung

Die Literaturanalyse zeigt, dass der Anlagestrategie eine grosse Bedeutung in Bezug auf die Rendite- und Risikocharakteristika der umgesetzten Portfolios zukommt. Die Erkenntnisse der Studie von Brinson, Hood und Beebower aus dem Jahr 1986 wurden in den Folgestudien grundsätzlich bestätigt. Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass das durchschnittliche Bestimmtheitsmass der verschiedenen Studien meist über 80% lag (bei vielen Studien zwischen 85% und 95%). Dementsprechend erklärt die Anlagestrategie 85% bis 95% der Portfolioschwankungen. In Bezug auf das Renditeniveau sind Werte um 100% bzw. leicht darüber zu erwarten (Netto-Betrachtung). Diese Erkenntnisse wurden über die Zeit und über verschiedene geographische Räume und Datensätze mehrfach bestätigt. Die Untersuchungsergebnisse sind somit nicht nur für die untersuchten Regionen gültig, sondern sind auch für institutionelle Investoren (welche sich an einer definierten Anlagestrategie orientieren) aus anderen Ländern relevant.

Unsere Untersuchung bestätigt die Ergebnisse vorheriger Studien. Im Durchschnitt erklärt die Anlagestrategie rund 95% der effektiven Portfolioschwankungen. Hinsichtlich des erreichten Renditeniveaus wurde ein Durchschnittswert von rund 106% ermittelt. Die untersuchten Pensionskassen liegen in der Nachkostenbetrachtung im Durchschnitt leicht hinter den jeweiligen Anlagestrategien. Die Analyse unseres Datensatzes zeigt zudem, dass verschiedene Anlagestrategien über die Zeit zu grossen Renditedifferenz führen können. Über den untersuchten Fünfjahreszeitraum war das durchschnittliche Ergebnis des Timing-Effekts leicht negativ und der durchschnittliche Selektionseffekt war marginal positiv (jeweils auf der zweiten Nachkommastelle). Pensionskassen konnten somit im Schnitt den negativen Effekt aus den Vermögensverwaltungskosten mit aktivem Management abfedern. Die Untersuchung zeigt auch, dass die Streuung der Selektionseffekte wesentlich grösser war als die der Timing-Effekte. Diese Erkenntnis deckt sich mit der Tatsache, dass Pensionskassen tendenziell strategienahe investiert sind.

Die weitere Analyse unseres Datensatzes zeigt ausserdem, dass der Erklärungsgehalt der Anlagestrategie mit zunehmendem Grad an aktiver Positionierung tendenziell abnimmt, wobei bei Beobachtungen mit einem hohen Tracking Error nach wie vor rund drei Viertel der Portfolioschwankungen durch die Anlagestrategie erklärt werden.

Aus der Wichtigkeit der Anlagestrategie kann jedoch nicht abgeleitet werden, dass andere Vermögensverwaltungsaktivitäten keine Bedeutung haben. Man kann jedoch festhalten, dass eine ungünstig gewählte Anlagestrategie in der Regel nicht durch eine gute Selektion oder eine gute taktische Positionierung korrigiert werden kann.

Implikationen für institutionelle Anleger

Im Wissen, dass die Anlagestrategie einen wesentlichen Einfluss auf die Rendite- und Risikoeigenschaften eines Portfolios hat, empfiehlt es sich, der Ausarbeitung einer Anlagestrategie ausreichend Zeit und Sorgfalt zu widmen.

- Strategievarianten sollten jeweils auf die Risikofähigkeit, Renditeziele und den Zeithorizont eines institutionellen Investors ausgerichtet sein.
- Die Entscheidungsträger sollten diskutieren und abwägen, wie das jeweilige Marktpotential genutzt werden kann.
- Allfällige Schwankungsreserven gilt es so zu bestimmen, dass Marktrückschläge und kurzfristige Portfolioschwankungen ausgehalten werden können. So kann auch in einer Krise an der gewählten Anlagestrategie festgehalten werden.
- Strategievarianten sollten sorgfältig gegeneinander abgewogen werden. Dabei gilt es, nebst quantitativen Kennzahlen wie Rendite und Risiko auch qualitative Aspekte wie Illiquidität, Komplexität und Umsetzbarkeit zu berücksichtigen.
- Die definierte Anlagestrategie sollte in regelmässigen Abständen und im Rahmen von ALM- oder Asset-only-Studien auf ihre Eignung geprüft werden.
- Nebst der Anlagestrategie gilt es, sinnvolle Bandbreiten zu definieren. Bei der Ausarbeitung von Bandbreiten sind Faktoren wie beispielsweise Transaktionskosten und Liquiditätsüberlegungen zu berücksichtigen.
- Bandbreiten können nicht nur als Orientierungshilfe zur Steuerung des Tracking Errors dienen. Sie gewährleisten auch, dass Gewinne rechtzeitig mitgenommen werden und in Krisenzeiten die Erholungsbewegung nicht verpasst wird.
- Im Pensionskassenkontext bedeutet eine höhere erzielte Rendite, dass eine Vorsorgeeinrichtung besser in der Lage ist, Zusatzverzinsungen zu gewähren und/oder Reserven zu bilden.
- Eine aktive Positionierung innerhalb von Anlageklassen kann einen Mehrwert generieren. Diesen Mehrwert gilt es, gegen Abweichungsrisiken, Kosten und allfällige operative Zusatzaufwände abzuwägen.
- Anlageverantwortliche sollten diskutieren, in welchen Anlageklassen eine aktive Positionierung sinnvoll ist. Dabei gilt es zu berücksichtigen, dass sich die Angebotspalette an passiven und aktiven Lösungen über die Zeit weiterentwickelt.

Literatur

- Blake, D., Lehmann, B. N., & Timmermann, A. (1999). Asset Allocation Dynamics and Pension Fund Performance. *The Journal of Business*, 72(4), S. 429-461
- Brinson, G. P., & Fachler, N. (1985). Measuring non-US. Equity Portfolio Performance. *The Journal of Portfolio Management*, 11(3), S. 73-76
- Brinson, G. P., Hood, L. R., & Beebower, G. L. (1986). Determinants of Portfolio Performance. *Financial Analysts Journal*, 42(4), S. 39-44
- Brinson, G. P., Singer, B. D., & Beebower, G. L. (1991). Determinants of Portfolio Performance II: An Update. *Financial Analysts Journal*, 47(3), S. 40-48
- Complementa. (2023). Risiko Check-up Studie 2023. Zur aktuellen Lage schweizerischer Pensionskassen. St. Gallen.
- Drobetz, W., & Köhler, K. (2002). The Contribution of Asset Allocation Policy to Portfolio Performance. *Financial Markets and Portfolio Management*, 16(2), S. 219-233
- Fama, E. F. (1972). Components of Investment Performance. *The Journal of Finance*, 27(3), S. 551-567
- Ibbotson, R. G., & Kaplan, P. D. (2000). Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? *Financial Analysts Journal*, 56(1), S. 26-33
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), S. 77-91
- Rouwenhorst, G. K. (2016). 12. Structured Finance and the Origins of Mutual Funds in 18th-Century Netherlands. In D. Chambers, & E. Dimson, *Financial market history: reflections on the past for investors today* (S. 207-226). Charlottesville: CFA Institute Research Foundation
- Sharpe, W. F. (1987). Integrated Asset Allocation. *Financial Analysts Journal*, 43(5), S. 25-32
- Vanguard. (2003). Sources of Portfolio Performance: The Enduring Importance of Asset Allocation.
- Vanguard. (2005 & 2007). The Asset Allocation Debate: Provocative Questions, Enduring Realities.
- Vanguard. (2012). The Global Case for Strategic Asset Allocation.
- Vanguard. (2017). The Global Case for Strategic Asset Allocation and an Examination of Home Bias.
- Vanguard. (2021). Vanguard's Framework for Constructing Globally Diversified Portfolios.
- Vardharaj, R., & Fabozzi, F. J. (2007). Sector, Style, Region: Explaining Stock Allocation Performance. *Financial Analysts Journal*, 63(3), S. 59-70
- Xiong, J. X., Ibbotson, R. G., Idzorek, T. M., & Chen, P. (2010). The Equal Importance of Asset Allocation and Active Management. *Financial Analysts Journal*, 66(2), S. 22-30

Autoren



Andreas Rothacher

M.A. HSG, CFA, CAIA

Leiter Investment-Research
Senior Investment-Consultant



Ueli Sutter

B.S.c. Wirtschaftsmathematik

Quantitativer Analyst

Über Complementa

Complementa begleitet seit 1984 institutionelle Anleger und vermögende Privatpersonen unabhängig in Fragen der finanziellen und organisatorischen Führung. Wir vertreten ausschliesslich die Interessen unserer Kundschaft und unterstützen mit langjähriger Praxiserfahrung und Know-how in allen Phasen des Anlageprozesses. Mit unseren Lösungen schaffen wir Transparenz und ebnen den Weg für fundierte Entscheidungen.

Wir unterstützen Führungsorgane individuell bei der Festlegung der Anlagestrategie (ALM), der Anlagegrundsätze, der Anlageorganisation und der Manager Selektion in allen Anlagekategorien. Unsere Fachexperten beurteilen die Leistungen der Asset Manager und unterstützen die Kundschaft aktiv an den Sitzungen. Mit der Konsolidierung des Gesamtvermögens, dem flexiblen und adressatengerechten Investment-Reporting sowie der Wertschriftenbuchhaltung bereiten wir zudem professionell die Informationsgrundlagen auf. Über 60 erfahrene Mitarbeitende und erstklassige Tools stehen für unsere Kundschaft im Einsatz.

Kontakt

Complementa AG
Gaiserwaldstrasse 14 | CH-9015 St. Gallen
Eisengasse 16 | CH-8008 Zürich

Web www.complementa.ch
E-Mail info@complementa.ch
Telefon +41 71 313 84 84

Complementa GmbH
Landsberger Strasse 302 | DE-80687 München

LinkedIn [@Complementa-AG](https://www.linkedin.com/company/complementa-ag)

Disclaimer

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden mit der üblichen Sorgfalt erhoben, analysiert und zusammengestellt. Dennoch übernimmt Complementa keinerlei Haftung, noch gibt sie Zusicherungen ab über, jedoch nicht beschränkt auf, Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der hierin enthaltenen Informationen, auch wenn Complementa die Informationsquellen und –mittel nach bestem Wissen ausgewählt hat und diese für vertrauenswürdig hält. Complementa ist zudem selbst in erheblichem Ausmass von der Qualität der ihr von den Dateneigentümern zugelieferten Informationen abhängig.

Dieses Dokument kann zukunftsgerichtete Aussagen enthalten, die auf Planungen, Schätzungen, Prognosen und Erwartungen, auf gewissen Annahmen sowie derzeit verfügbaren Informationen basieren. Die zukunftsgerichteten Aussagen sind nicht als Garantien für zukünftige Entwicklungen und Ergebnisse zu verstehen. Diese sind vielmehr abhängig von einer Vielzahl von Faktoren; sie beinhalten verschiedene Risiken und Unwägbarkeiten und beruhen auf Annahmen, die sich möglicherweise als nicht zutreffend erweisen. Complementa übernimmt keine Verpflichtung, zukunftsgerichtete Aussagen zu aktualisieren.

Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen dienen lediglich zu Informationszwecken, und die darin enthaltenen Handlungsalternativen dürfen nicht ohne sorgfältige Überprüfung durch den Adressaten als Aufforderung zum Abschluss bestimmter Geschäfte oder die Auswahl eines Geschäftspartners, Brokers etc. verstanden werden. Es entbindet einen Investor nicht von seiner eigenen umfassenden Beurteilung, insbesondere auch in steuerlicher und/oder rechtlicher Hinsicht. Keine der Angaben ist als Empfehlung zu verstehen, insbesondere bestimmte Transaktionen oder Geschäftsverbindungen einzugehen oder zu unterlassen. Der Inhalt stellt keine Offerte zur Investition in jedwelche Produkte dar.