

# Neue BVV 2-Anlagevorschriften und Marktkommentar

ASIP Fachtagung, 2. Oktober 2014

Dr. Ueli Mettler, Partner

✉ [ueli.mettler@c-alm.ch](mailto:ueli.mettler@c-alm.ch)

☎ 071 227 35 35

The logo for ASIP consists of the letters 'ASIP' in a bold, black, sans-serif font. To the left of the letters are three vertical blue bars of varying heights, with the tallest bar positioned under the 'S'.The logo for c-alm features the text 'c-alm' in a bold, grey, sans-serif font. To its left is a green swoosh that starts as a thin line and curves upwards and to the right. To the right of 'c-alm' is a vertical line, followed by the text 'comprehensive asset liability management' in a smaller, grey, sans-serif font.

**c-alm** | comprehensive  
asset liability management

## Agenda

- **Neue Anlagevorschriften (BVV 2)**

- Stossrichtungen

- Anpassungen im Bereich der Nominalwertanlagen

- Weitere Anpassungen

- Weiteres Vorgehen aus Sicht einer Vorsorgeeinrichtung

- Marktkommentar basierend auf Augur Langfristprognosen

- Basis: Augur Datenbank

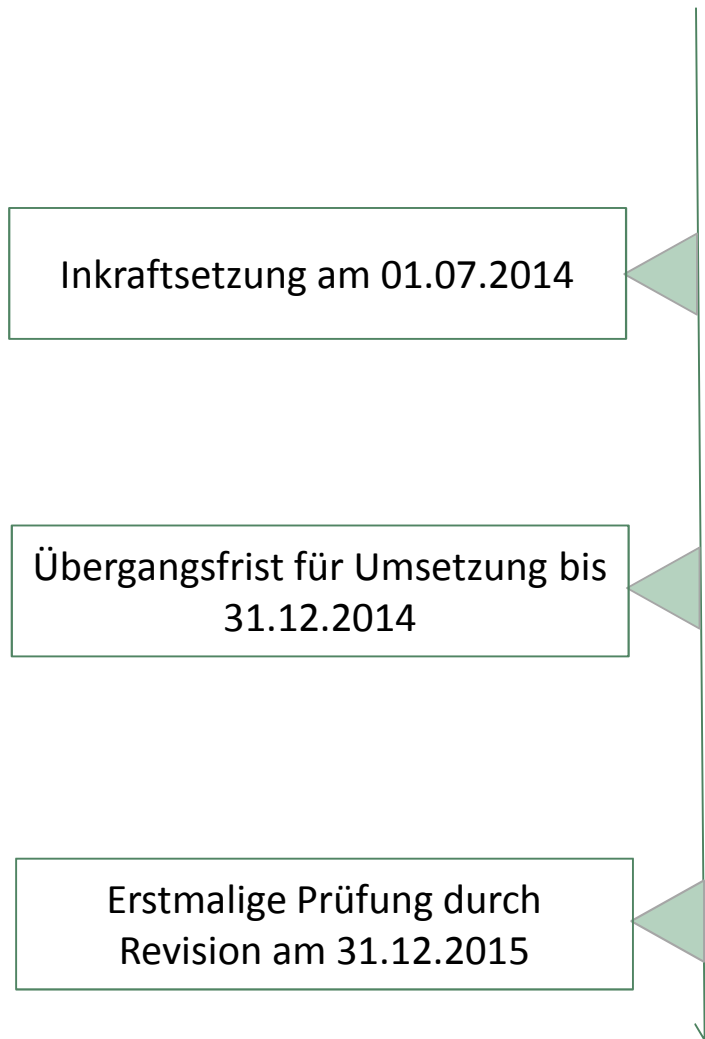
- Marktrückblick

- Marktausblick (5yr)

- Langfristige Allokationsthesen der c-alm

## Neue Anlagevorschriften (BVV 2) – Stossrichtungen

### Fahrplan



## Ausgangslage und Zielsetzung



### Neuordnung Securities Lending und Repo Geschäfte

... Mit dem Ausfall von Lehmann Brothers und dem darauf folgenden drohenden Kollaps des Finanzsystems wurden in aller Deutlichkeit die Gegenparteiensrisiken des Securities Lending und der Repo Geschäfte aufgezeigt... (Erläuterungstext, S. 1ff)

### Neuordnung im Bereich Nominalwertanlagen

... Während der Finanzkrise hat sich gezeigt, dass bestimmte Kategorien von Forderungen wesentlich höhere Risiken aufweisen als klassische Forderungen auf einen festen Geldbetrag.  
... (Erläuterungstext, S. 2)

### Weitere Anpassungen

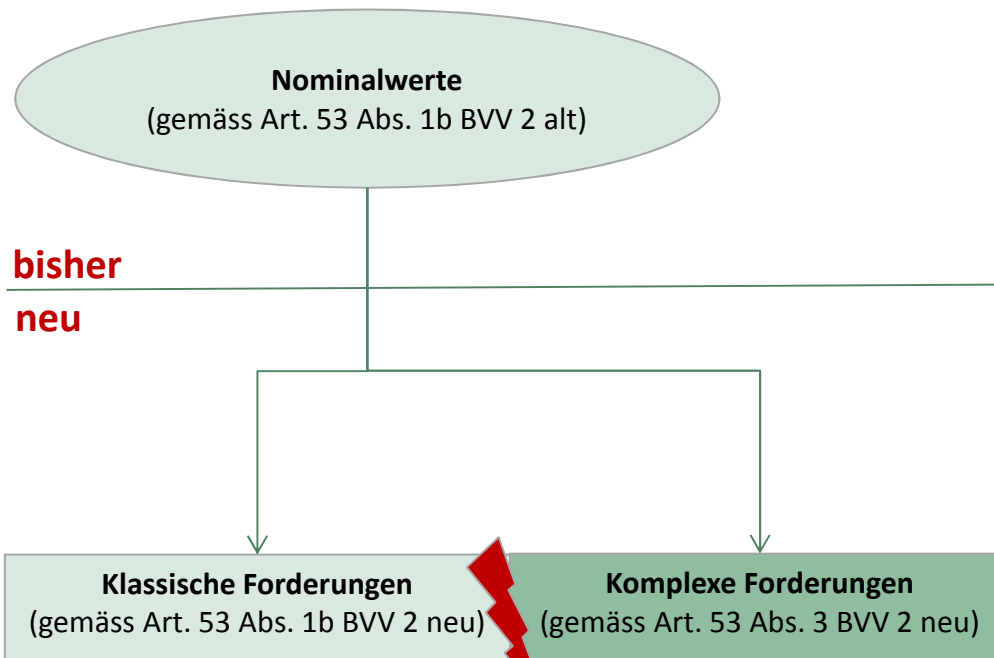
Betreffend expliziter Zuordnung von Infrastrukturanlagen zu den alternativen Anlagen;  
Verankerung eines expliziten Hebelverbots auf Produktebene

## Agenda

- **Neue Anlagevorschriften (BVV 2)**
  - Stossrichtungen
  - Anpassungen im Bereich der Nominalwertanlagen
  - Weitere Anpassungen
  - Weiteres Vorgehen aus Sicht einer Vorsorgeeinrichtung
  
- Marktkommentar basierend auf Augur Langfristprognosen
  - Basis: Augur Datenbank
  - Marktrückblick
  - Marktausblick (5yr)
  - Langfristige Allokationsthese der c-alm

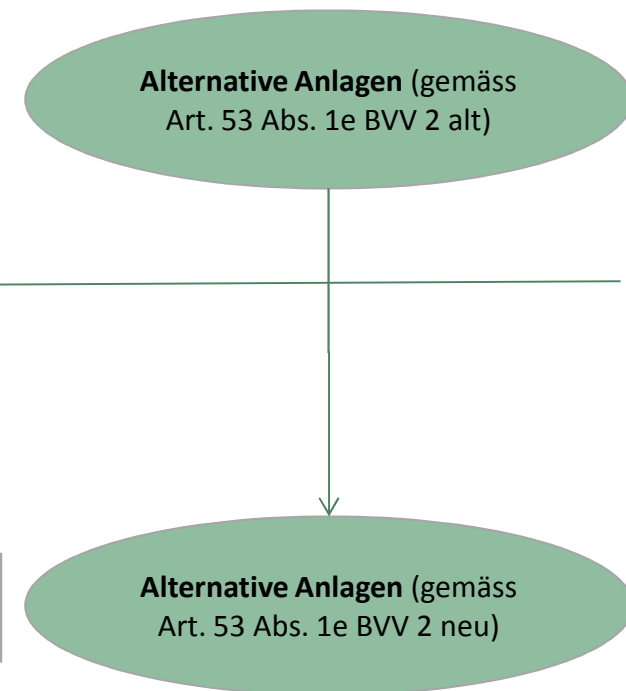
## Gegenüberstellung

### Keine Kategorienbegrenzung



Abgrenzung immer eindeutig?

### Kategorienbegrenzung bei 15%

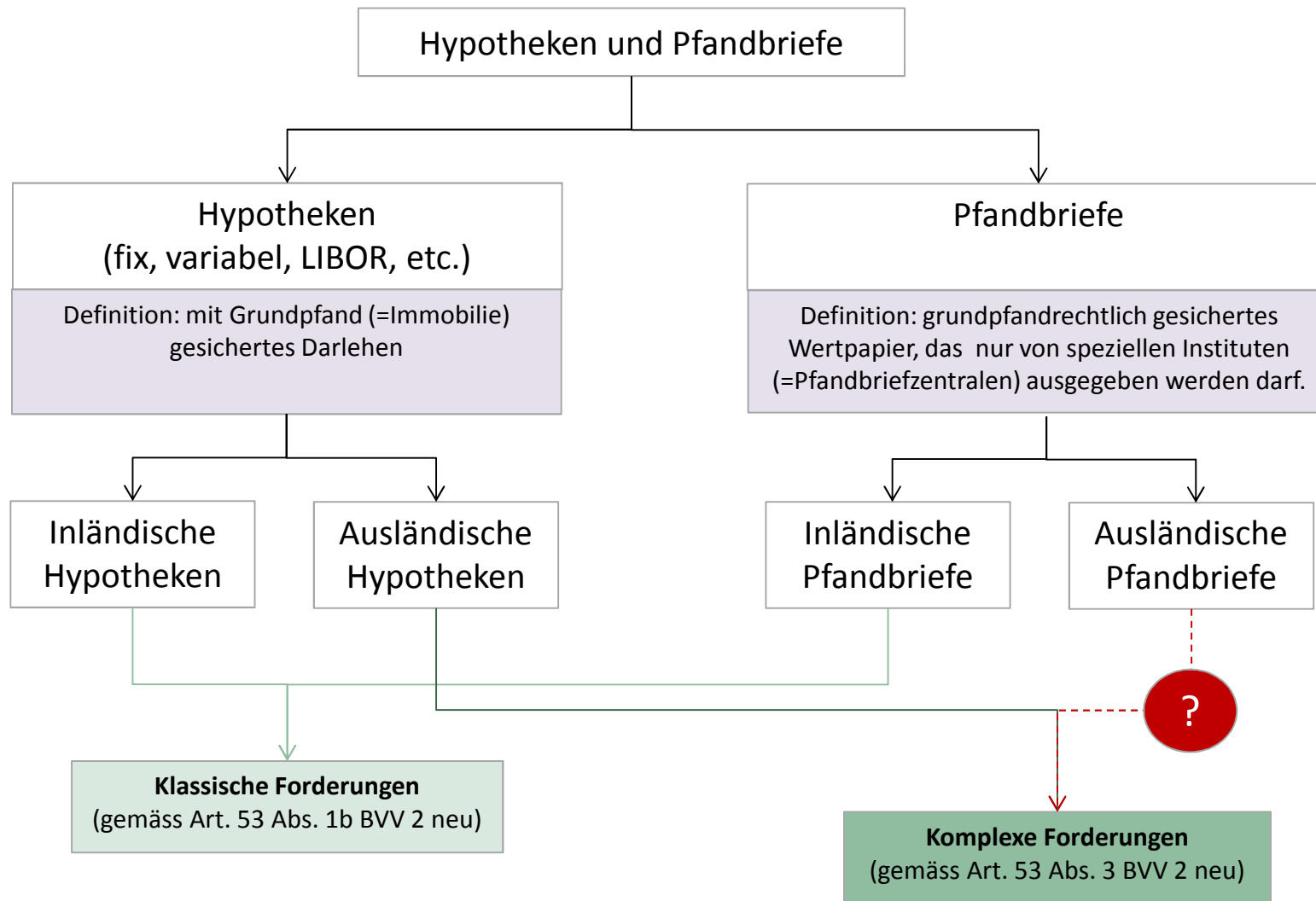


## Katalogisierung der wichtigsten Nominalwertsegmente

Bezeichnung	Verordnungsgrundlage	klassisch	komplex
Geldmarktinstrumente und Kassenobligationen	Art. 53 Abs. 1 lit. b Pt. 1-3	x	
Staats- und Unternehmensanleihen IG (>= BBB)	Art. 53 Abs. 1 lit. b Pt. 4	x	
Staats- und Unternehmensanleihen HY (< BBB)	Art. 53 Abs. 1 lit. b Pt. 4	x	
Inflationsgeschützte Anleihen	Art. 53 Abs. 1 lit. b Pt. 4 Erläuterungen, S. 6	x	
Pfandbriefe und Hypotheken	Art. 53 Abs. 1 lit. b Pt. 5 Art. 53 Abs. 1 lit. b Pt. 6 Art. 53 Abs. 3 lit. b	x	x
Darlehen	Art. 53 Abs. 1 lit. b Pt. 7	x	x
Wandelanleihen (inkl. Coco Bonds)	Art. 53 Abs. 1 lit. b Pt. 4	x	x
Strukturierte Produkte bzw. Anleihen	Art. 53 Abs. 1 lit. b Pt. 4 Art. 53 Abs. 3 lit. a	x	x
Insurance Linked Securities	Art. 53 Abs. 1 lit. e		x
Senior Secured Loans	Art. 53 Abs. 3 lit. c		x
Kreditderivate (CDS; CDO)	Art. 53 Abs. 3 lit. b		x

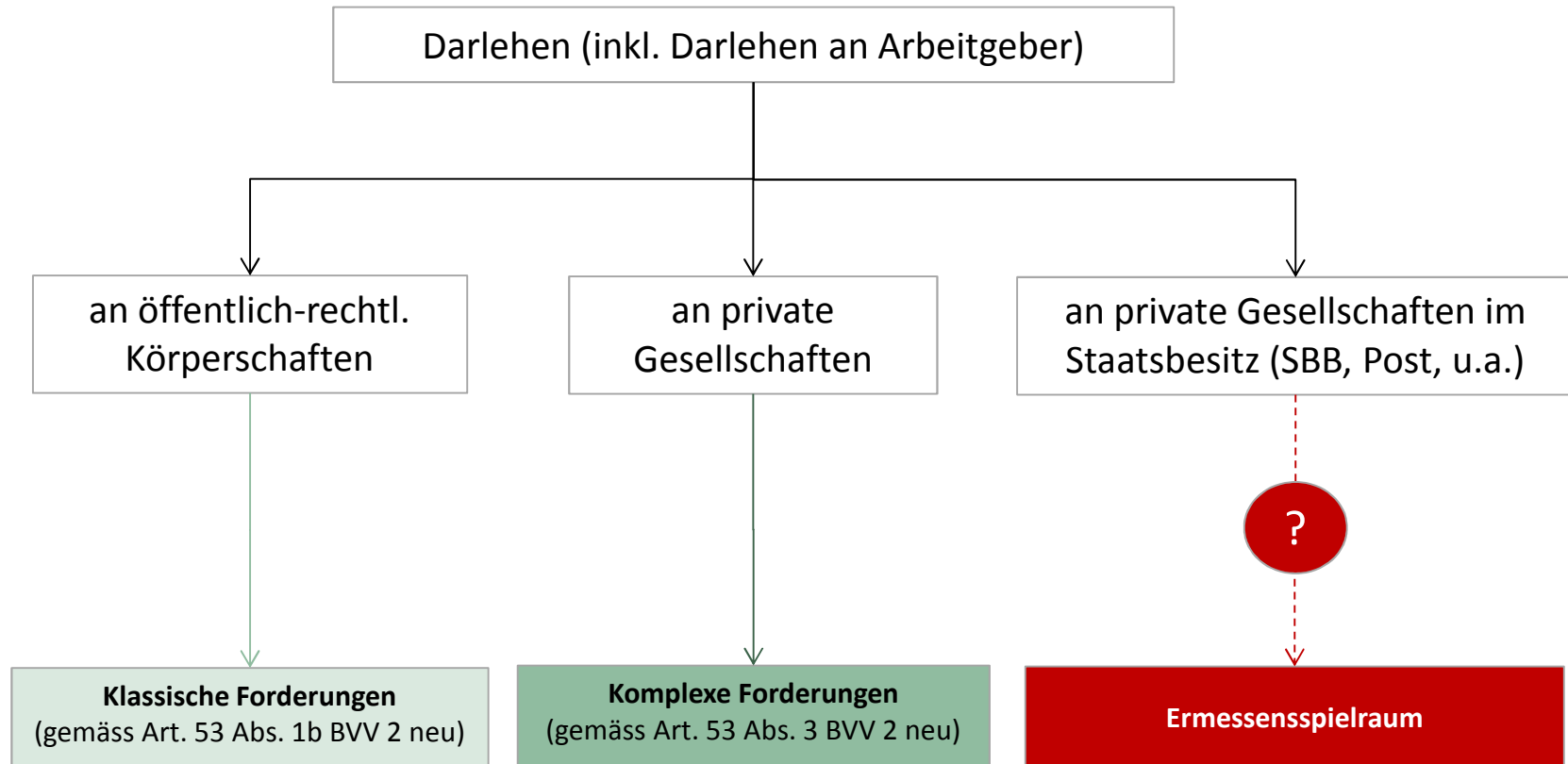


## Knacknuss 1: Pfandbriefe und Hypotheken

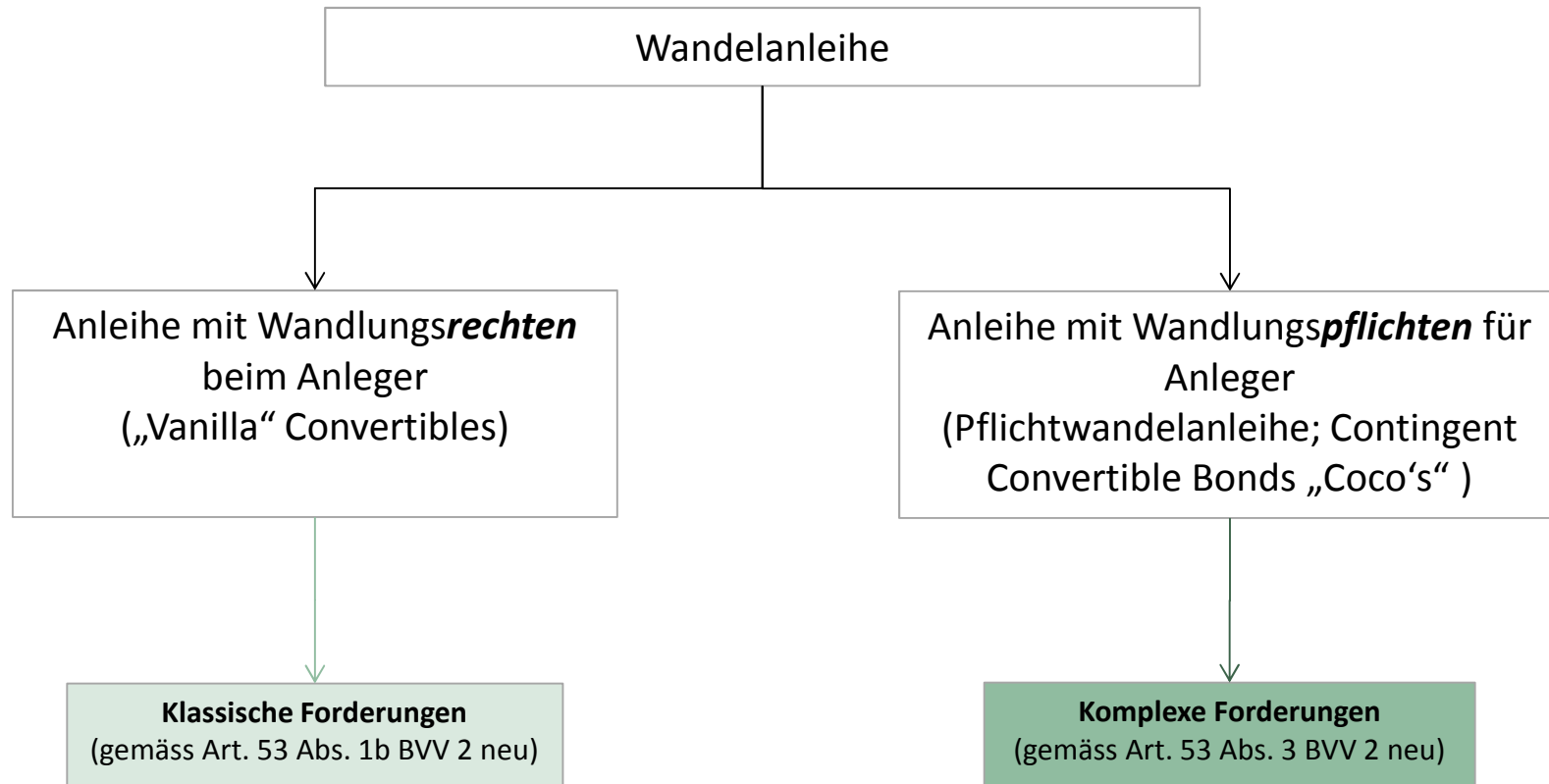




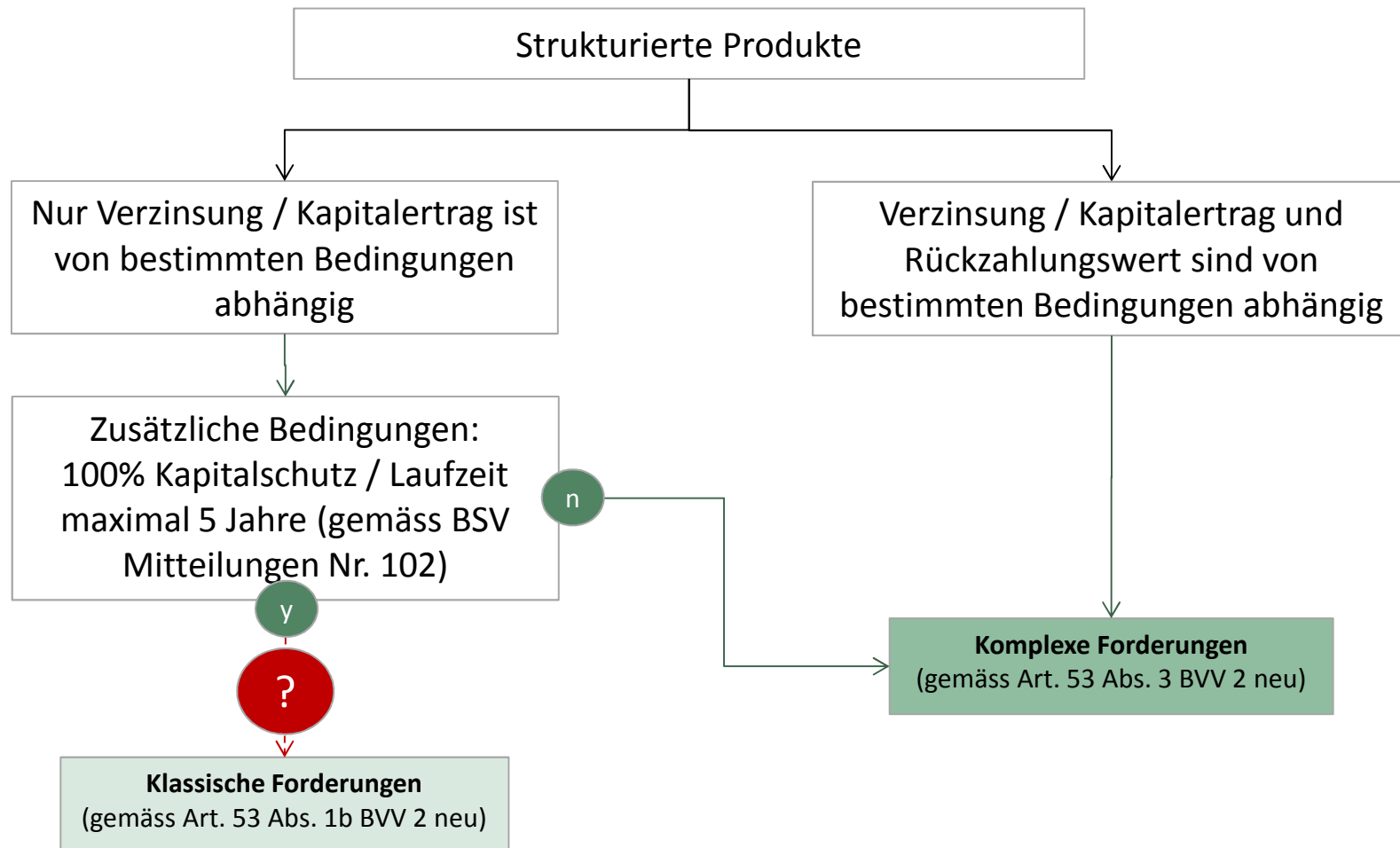
## Knacknuss 2: Darlehen



## Knacknuss 3: Wandelanleihen



## Knacknuss 4: Strukturierte Produkte



## „Overtule“ der Zuordnung im Falle von indexorientierten Anlagen

Bezeichnung	Verordnungsgrundlage	klassisch	komplex
Geldmarktinstrumente und Kassenobligationen	Art. 53 Abs. 1 lit. b Pt. 1-3	x	
Staats- und Unternehmensanleihen IG (>= BBB)	Art. 53 Abs. 1 lit. b Pt. 4	x	
Staats- und Unternehmensanleihen HY (< BBB)	Art. 53 Abs. 1 lit. b Pt. 4	x	
Inflationgeschützte Anleihen	Art. 53 Abs. 1 lit. b Pt. 4 Erläuterungen, S. 6	x	
Pfandbriefe und Hypotheken	Art. 53 Abs. 1 lit. b Pt. 5 Art. 53 Abs. 1 lit. b Pt. 6 Art. 53 Abs. 3 lit. b	x	x
Darlehen	Art. 53 Abs. 1 lit. b Pt. 7	x	x
Wandelanleihen (inkl. Coco Bonds)	Art. 53 Abs. 1 lit. b Pt. 4	x	x
Strukturierte Produkte bzw. Anleihen	Art. 53 Abs. 1 lit. b Pt. 4 Art. 53 Abs. 3 lit. a	x	x
Insurance Linked Securities	Art. 53 Abs. 1 lit. e		x
Senior Secured Loans	Art. 53 Abs. 3 lit. c		x
Kreditderivate (CDS; CDO)	Art. 53 Abs. 3 lit. b		x



### Klassische Forderungen im Sinne von Art. 53 Abs. 1b BVV 2 neu .....

„...im Falle von Anlagen, die auf einen gebräuchlichen, breit diversifizierten und weit verbreiteten Bond-Index ausgerichtet sind: die im Index enthaltenen Forderungen;“  
(Art. 53 Abs. 1 lit. b Pt. 9 BVV 2)

Aber: „...Jedoch soll damit selbstverständlich nicht die Möglichkeit geschaffen werden, die in Punkt 1 bis 8 geltenden Bestimmungen zu umgehen.“ (Erläuterungstext, S. 7)

?

**Welche Indices? Was heisst „ausgerichtet“?  
=> Ermessensspielraum**

## Agenda

- **Neue Anlagevorschriften (BVV 2)**
  - Stossrichtungen
  - Anpassungen im Bereich der Nominalwertanlagen
  - Weitere Anpassungen
  - Weiteres Vorgehen aus Sicht einer Vorsorgeeinrichtung
  
- Marktkommentar basierend auf Augur Langfristprognosen
  - Basis: Augur Datenbank
  - Marktrückblick
  - Marktausblick (5yr)
  - Langfristige Allokationsthesen der c-alm

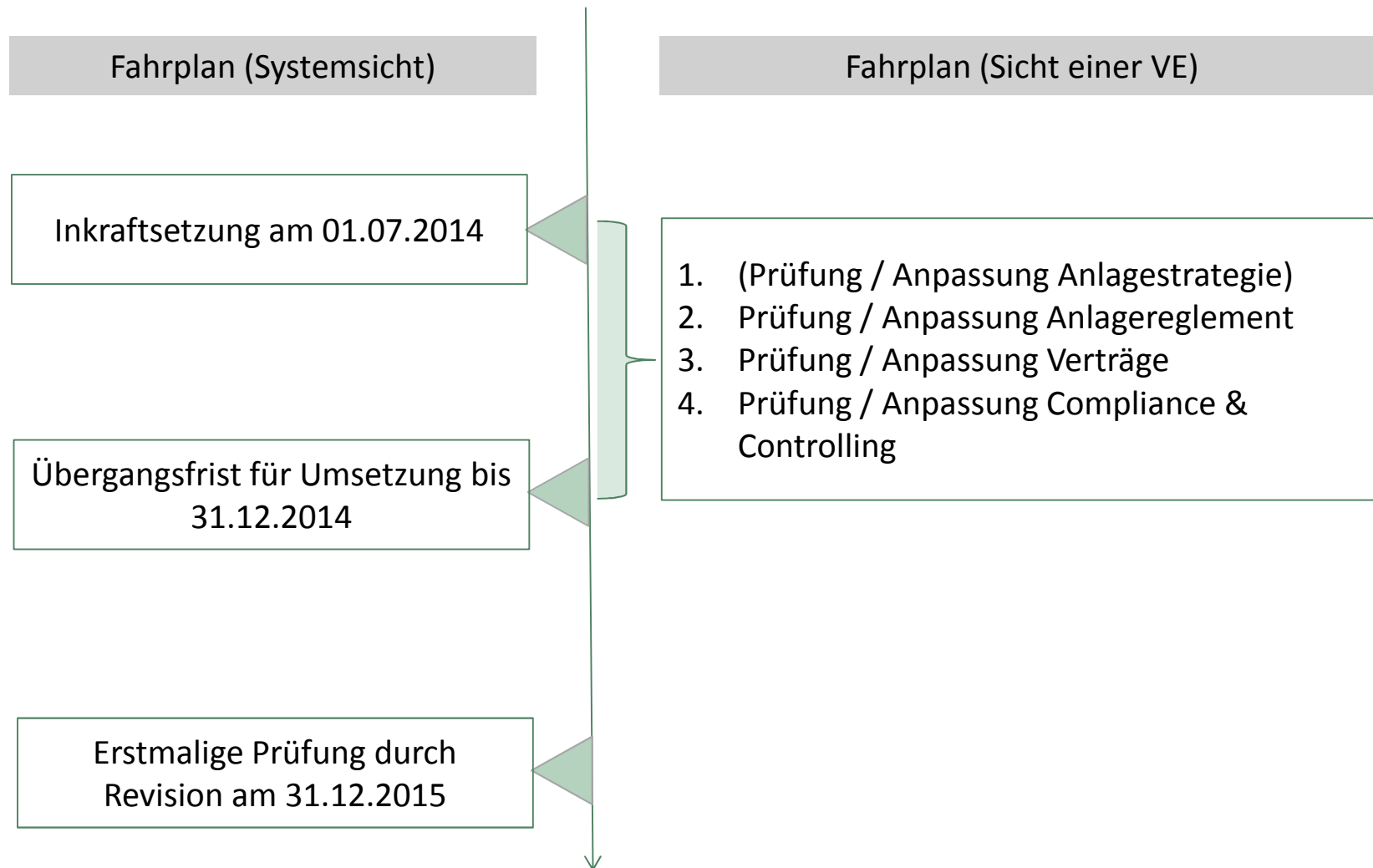
### Weitere Anpassungen

Bezeichnung	Verordnungs- grundlage	Kommentar
Securities Lending & Repo Geschäfte	Art. 53 Abs. 6	<b>Geringe Relevanz</b> , da nur noch wenige Vorsorgeeinrichtungen direkt Wertschriftenleihe oder Repo Geschäfte betreiben. Für diese wenigen Betroffenen sind zukünftig die <b>Bestimmungen des KAG</b> und deren Ausführungsbestimmungen anwendbar.
Zuordnung Infrastrukturanlagen auf alternative Anlagen	Art. 53 Abs. 1 lit. e	Im Markt etablierte <b>Usanz</b> wird im Verordnungstext übernommen. Aktien und Anleihen auf Infrastrukturunternehmen nicht betroffen.
Explizites Hebelverbot auf Produktebene	Art. 53 Abs. 5 Art. 54b Abs. 2	<b>Bisher</b> war Hebelverbot nur auf <b>Ebene Gesamtvermögen</b> verankert. <b>Neu</b> gilt das Hebelverbot mit wenigen Ausnahmen (alternative Anlagen; indirekte Immobilienanlagen bis 50%; einzelne Immobilie bis 30%) auch auf der <b>Ebene einzelner Anlagen</b> . Anlagen mit unzulässiger Hebelwirkung (bspw. Immobilienfonds mit > 50% Fremdkapital oder 130/30-Aktienfonds) werden folglich zukünftig als alternative Anlagen eingestuft.
Ausnahmen vom Nachschusspflichtverbot	Art. 50 Abs. 4 Art. 54b Abs. 2	<b>Nachschusspflicht</b> ist in Zusammenhang mit der temporären Fremdkapitalaufnahme bei einzelnen Immobilien <b>möglich</b> . Gemäss Erläuterungstext gelten (im Bereich der Privatmarktanlagen übliche) offene Kapitalzusagen („Commitments“) nicht als Nachschusspflicht.
Diversifikationspflicht bei alternativen Anlagen	Art. 53 Abs. 4	Materiell <b>keine Änderung</b> zum bisherigen Verordnungstext

## Agenda

- **Neue Anlagevorschriften (BVV 2)**
  - Stossrichtungen
  - Anpassungen im Bereich der Nominalwertanlagen
  - Weitere Anpassungen
  - Weiteres Vorgehen aus Sicht einer Vorsorgeeinrichtung
  
- Marktkommentar basierend auf Augur Langfristprognosen
  - Basis: Augur Datenbank
  - Marktrückblick
  - Marktausblick (5yr)
  - Langfristige Allokationsthesen der c-alm

## Fahrplan aus Sicht einer Vorsorgeeinrichtung

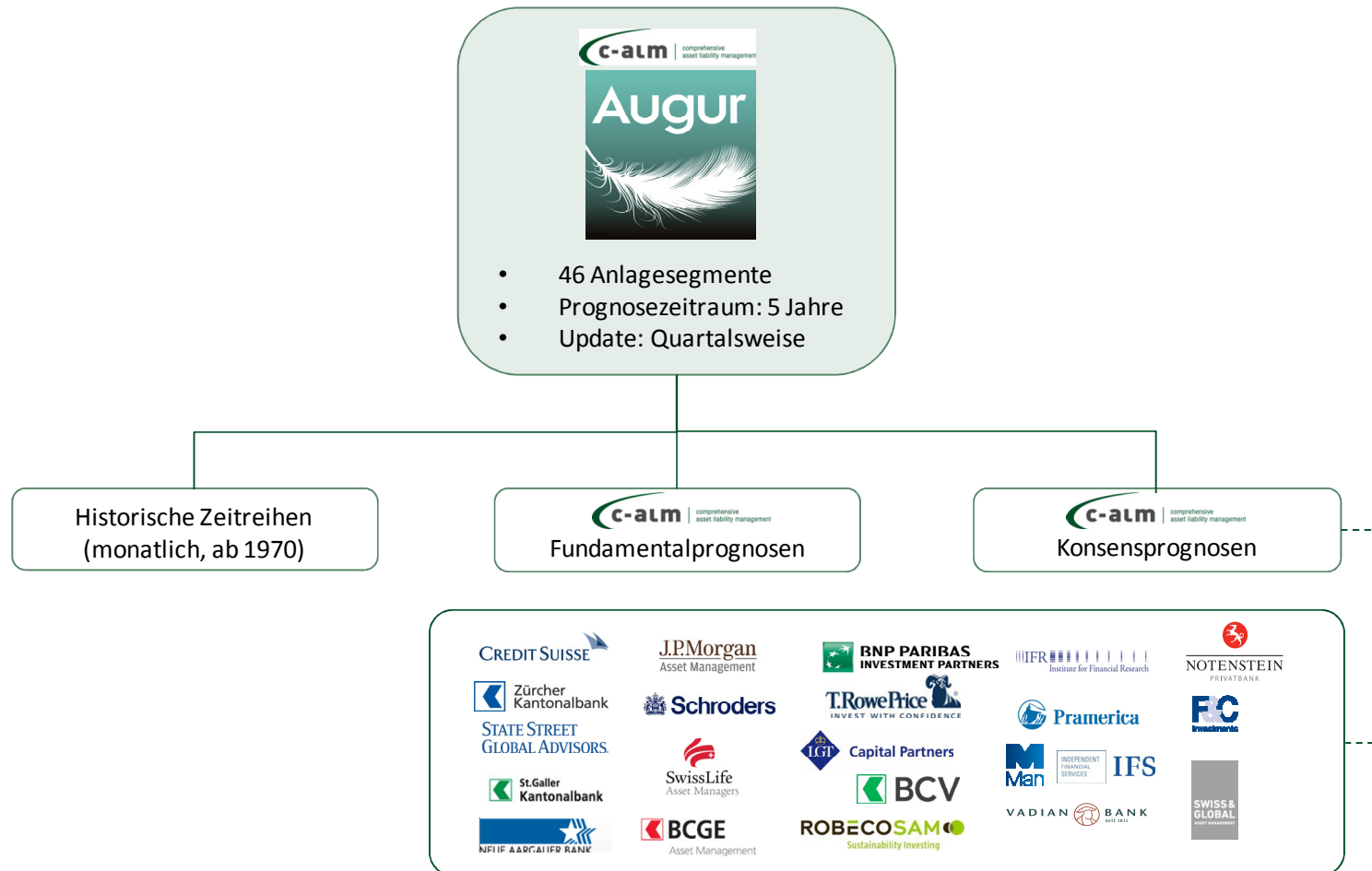




## Agenda

- Neue Anlagevorschriften (BVV 2)
  - Stossrichtungen
  - Anpassungen im Bereich der Nominalwertanlagen
  - Weitere Anpassungen
  - Weiteres Vorgehen aus Sicht einer Vorsorgeeinrichtung
- **Marktkommentar basierend auf Augur Langfristprognosen**
  - **Basis: Augur Datenbank**
  - Marktrückblick
  - Marktausblick (5yr)
  - Langfristige Allokationsthesen der c-alm

## Übersicht









## Konzept der Augur Fundamentalprognosen









	Grundlage für Ertragsmessung	Notwendige Annahmen
<b>Aktien</b>	<b>Gewinnrendite („E/P“)</b>	Aktienrendite = E/P ⇔ Aktienbewertung folgt „Random Walk“
<b>Obligationen</b>	<b>Roll-Down Rendite</b> = Yield + Aufwertung aufgrund Verkürzung der Laufzeit	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rebalancing des Bondportfolios</li> <li>• Zinsen folgen „Random Walk“</li> </ul>
<b>Realwerte</b>	<b>Netto Cash Flow Yield (CFY)</b>	Realwertrendite = CFY ⇔ Realwertbewertung folgt „Random Walk“
<b>Alternative Anlagen</b>	Look-Through und Zuordnung auf Basiswerte (=Aktien, Obligationen oder Realwerte)	Manager- $\alpha$ = 0
<b>Währungen</b>	<b>Rendite = 0</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Keine systematische Entschädigung des Wechselkursrisikos</li> <li>•Wechselkurse folgen „Random Walk“</li> </ul>

## Dokumentarien

- **Tools / Ressourcen**

 	AUGUR Prognosetool	q
 	AUGUR Chart Library	q
 	AUGUR Konsensus-Index (publiziert in SPV)	q

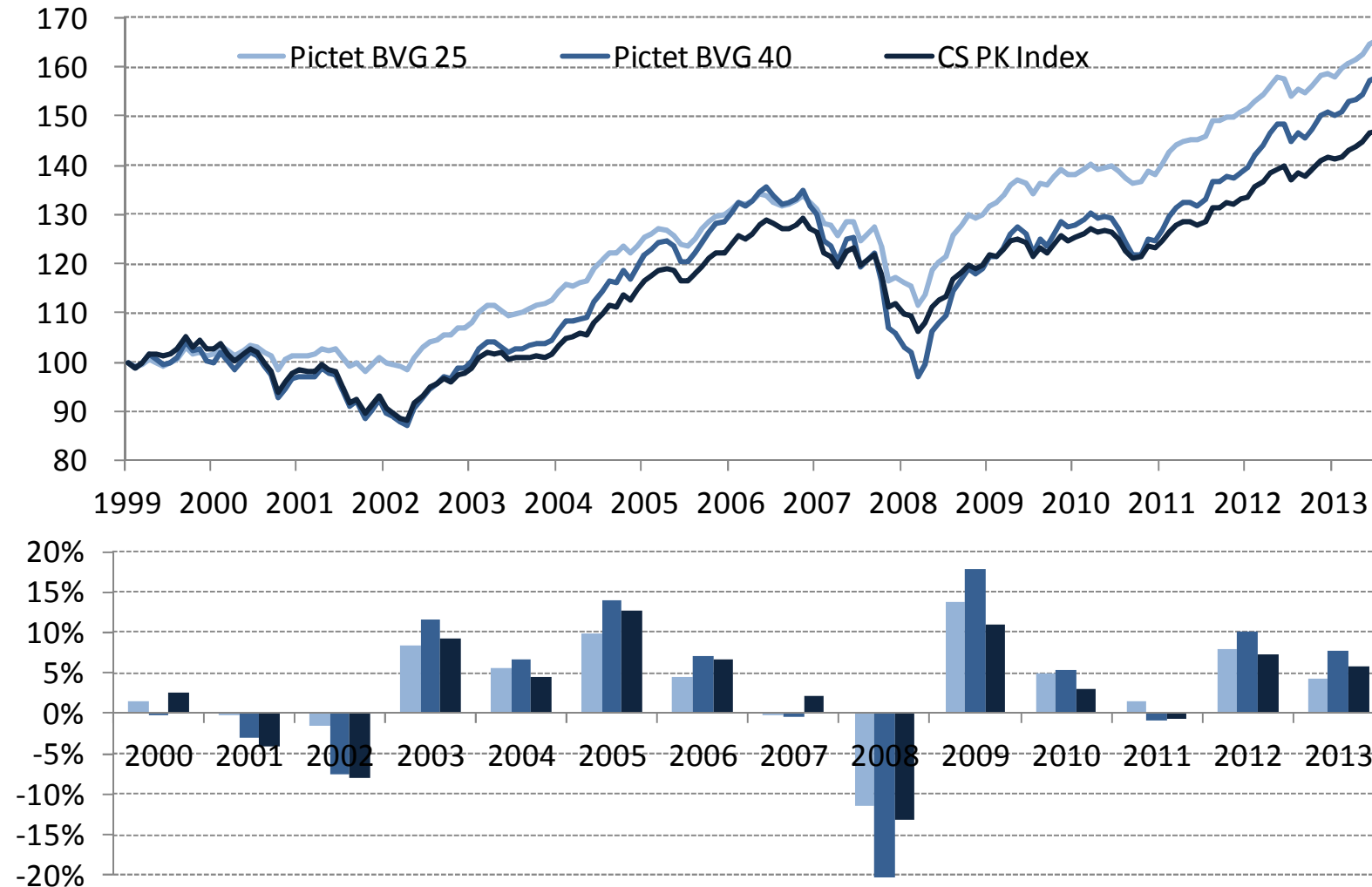
- **Dokumentation**

 	AUGUR Research Letter	q
 	AUGUR Factsheet	fix
 	Konzeptpapier AUGUR Fundamentalprognosen	fix
 	Anbieterportraits AUGUR Konsensprognosen	fix

## Agenda

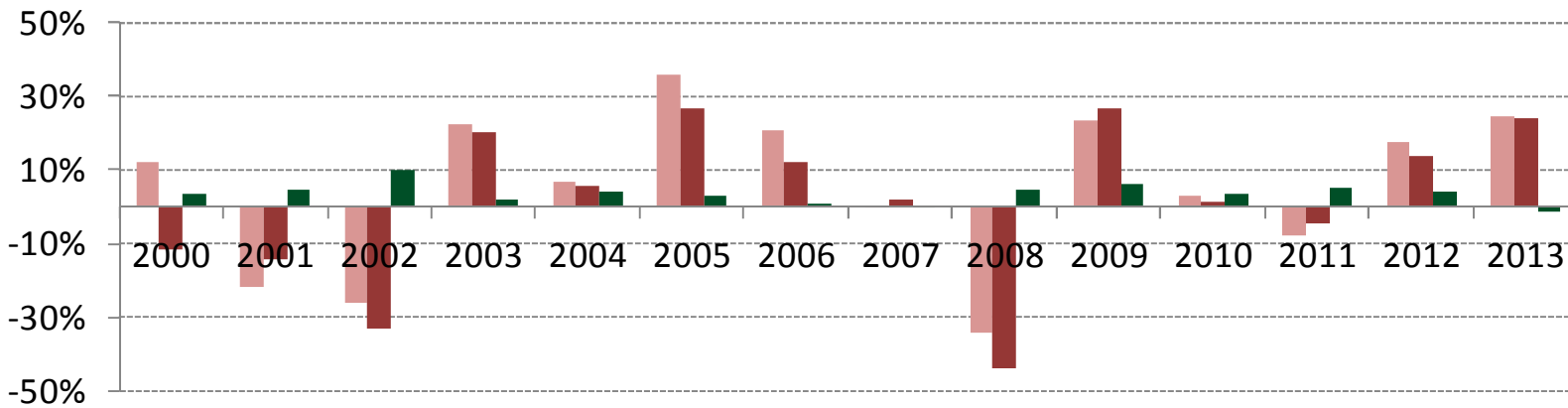
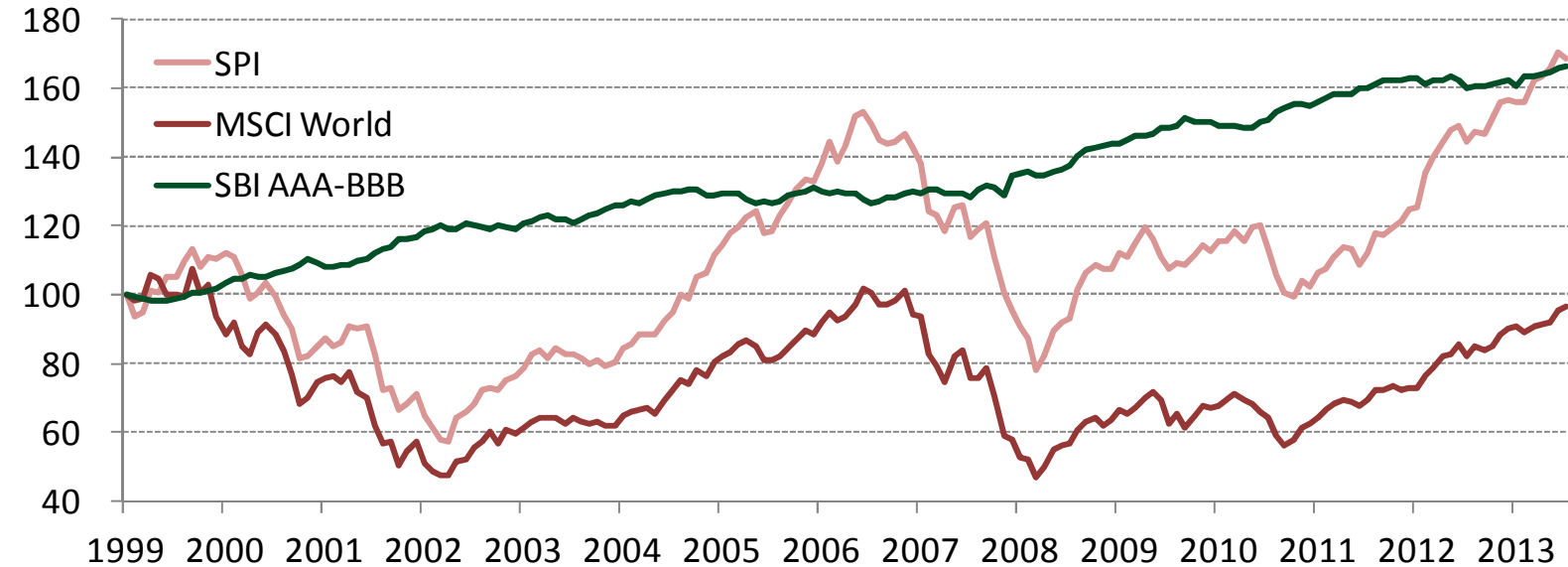
- Neue Anlagevorschriften (BVV 2)
  - Stossrichtungen
  - Anpassungen im Bereich der Nominalwertanlagen
  - Weitere Anpassungen
  - Weiteres Vorgehen aus Sicht einer Vorsorgeeinrichtung
  
- **Marktkommentar basierend auf Augur Langfristprognosen**
  - Basis: Augur Datenbank
  - **Marktrückblick**
  - Marktausblick (5yr)
  - Langfristige Allokationsthesen der c-alm

## Historische Renditen von Portfolios



Quelle: Pictet, Credit Suisse

## Historische Renditen von Anlageklassen



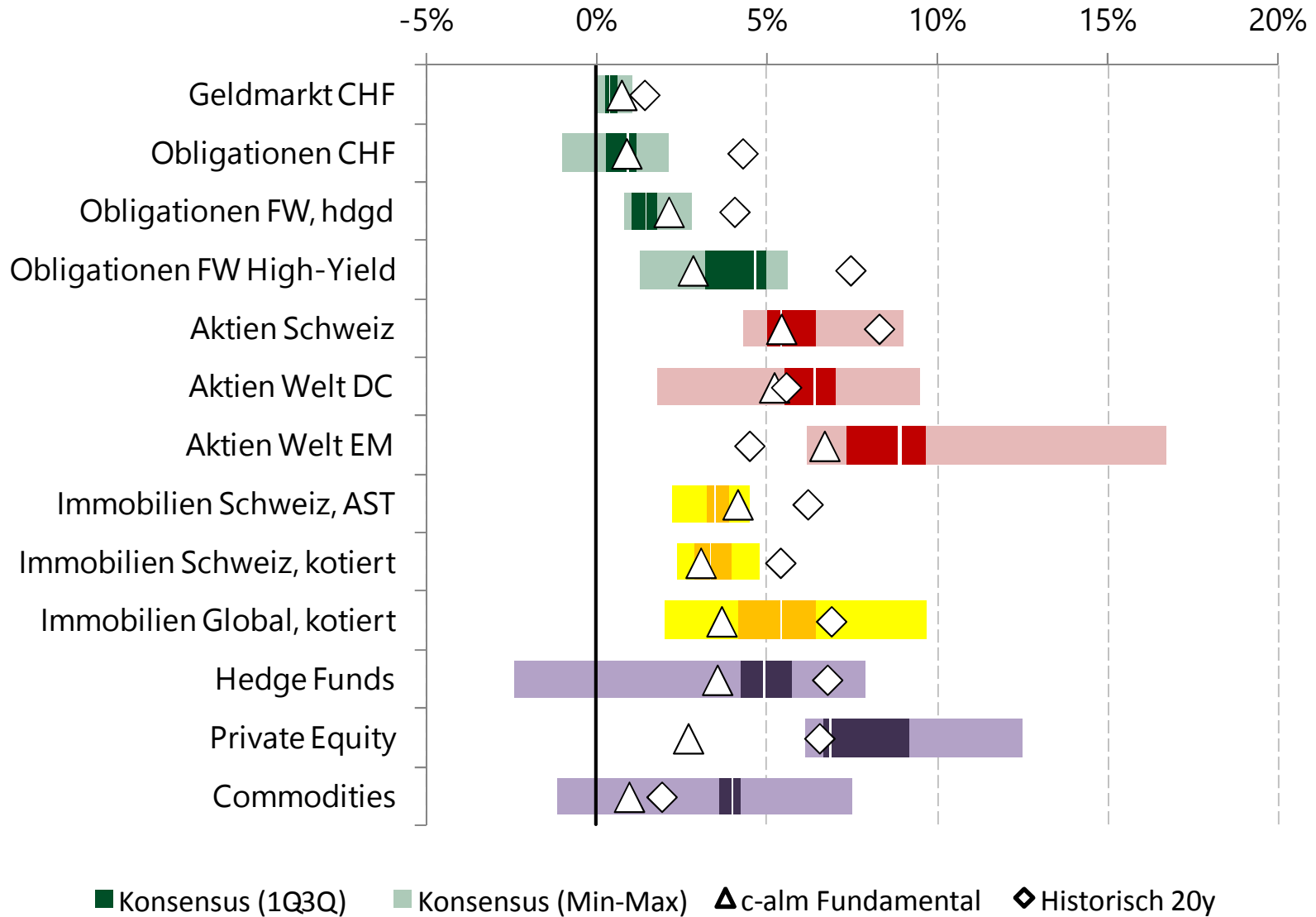
Quelle: Augur historische Zeitreihen, 30.6.2014

## Agenda

- Neue Anlagevorschriften (BVV 2)
  - Stossrichtungen
  - Anpassungen im Bereich der Nominalwertanlagen
  - Weitere Anpassungen
  - Weiteres Vorgehen aus Sicht einer Vorsorgeeinrichtung
  
- **Marktkommentar basierend auf Augur Langfristprognosen**
  - Basis: Augur Datenbank
  - Marktrückblick
  - **Marktausblick (5yr)**
  - Langfristige Allokationsthesen der c-alm

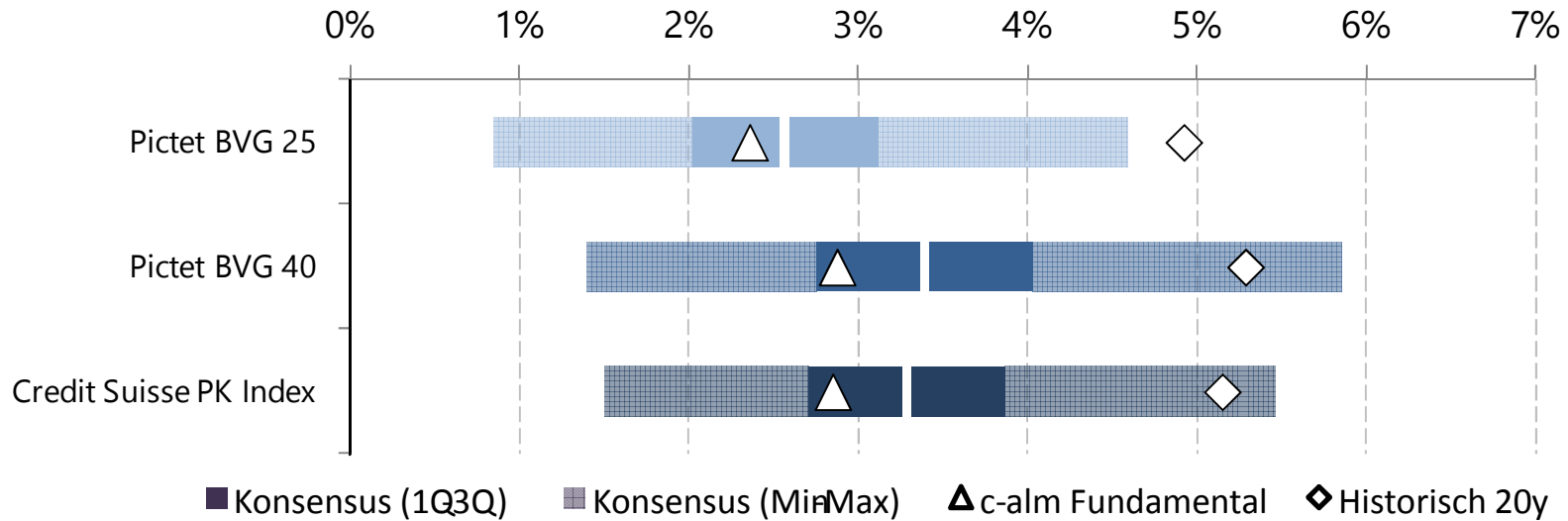


## Prognosen für Anlagekategorien



Quelle: Augur Prognose-Applikation, 30.6.2014,

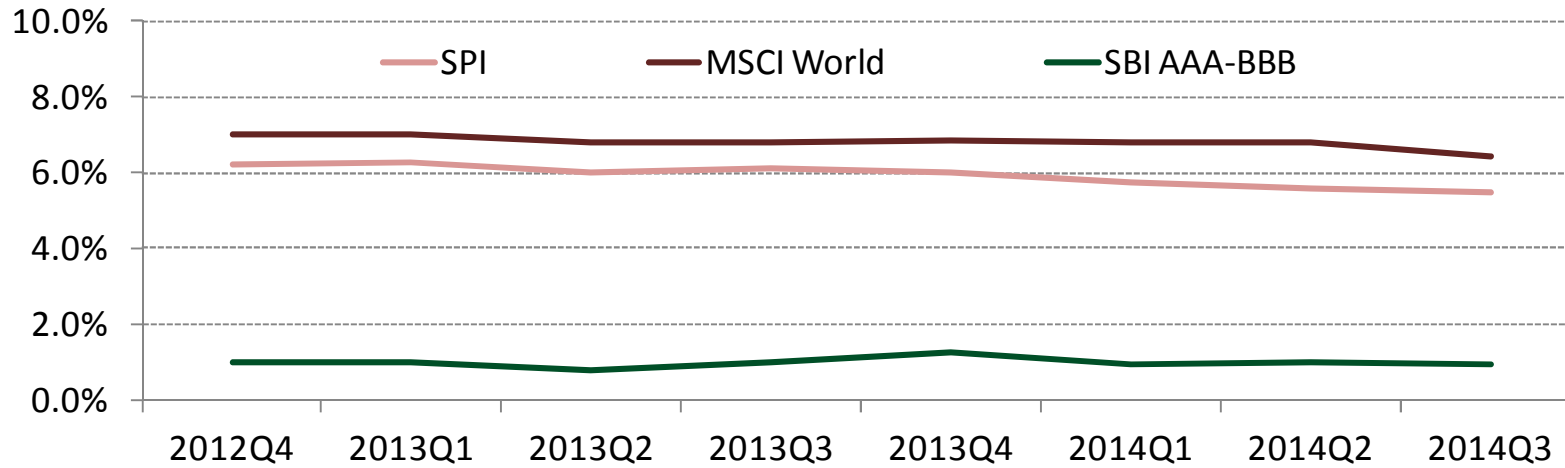
## Prognosen für Referenzportfolios



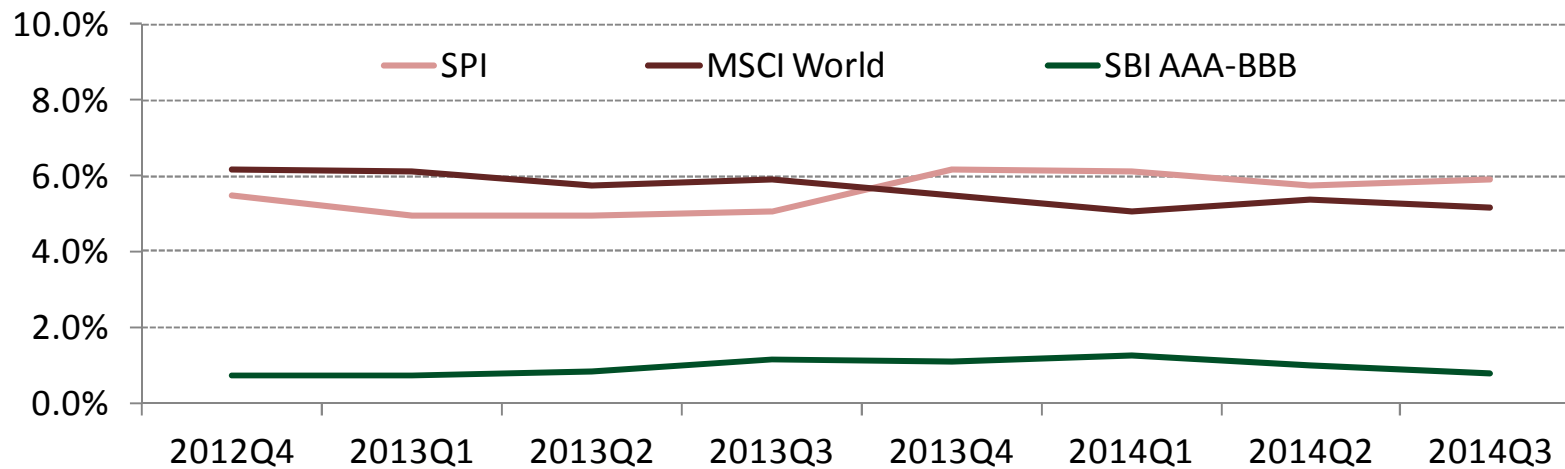
Quelle: AUGUR Prognose Applikation, 30.6.2014

## Verlauf Langfristprognosen Anlageklassen

### Augur Konsensusprognosen



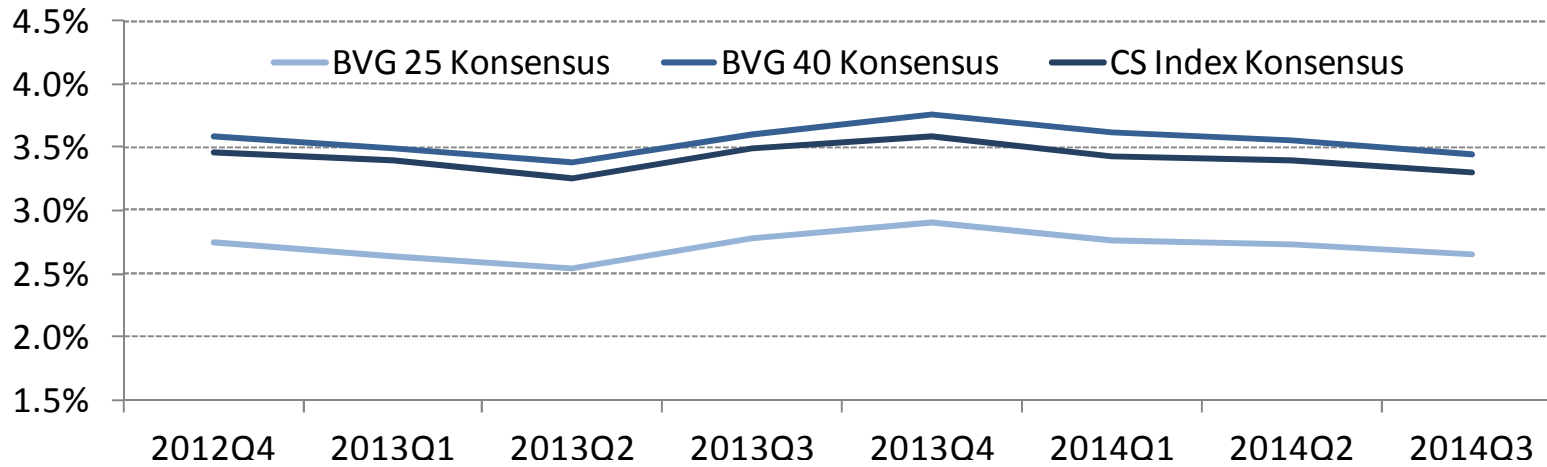
### Augur Fundamentalprognosen



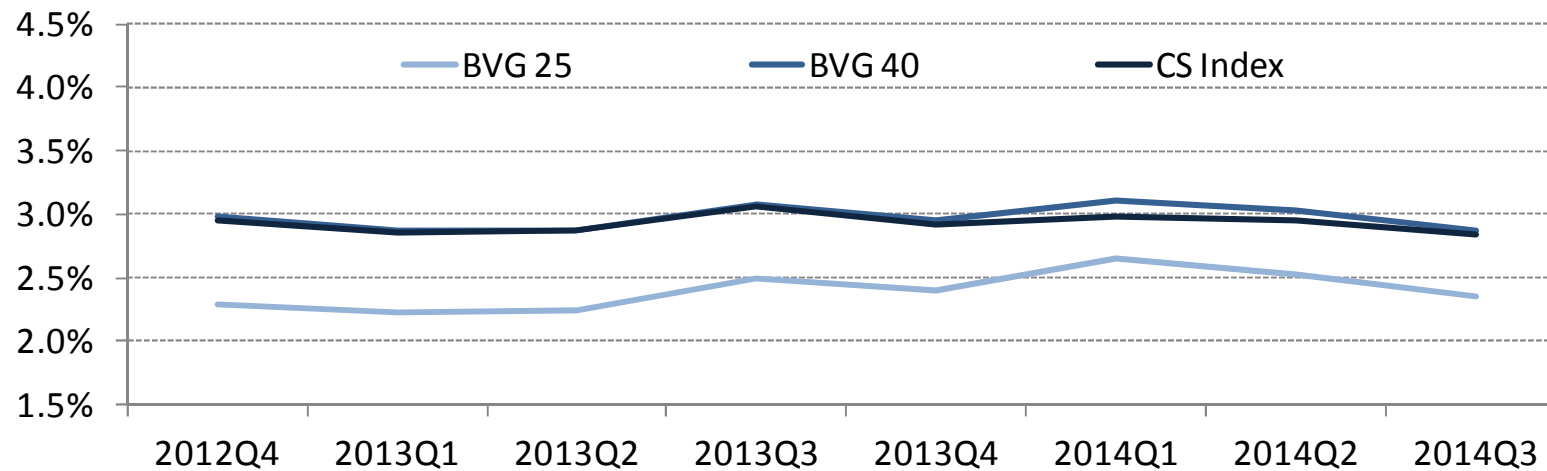
Quelle: Augur Prognose-Applikation, 30.6.2014

## Verlauf Langfristprognosen Referenzportfolios

### Augur Konsensusprognosen



### Augur Fundamentalprognosen



Quelle: Augur Prognose-Applikation, 30.6.2014,

## Agenda

- Neue Anlagevorschriften (BVV 2)
  - Stossrichtungen
  - Anpassungen im Bereich der Nominalwertanlagen
  - Weitere Anpassungen
  - Weiteres Vorgehen aus Sicht einer Vorsorgeeinrichtung
- **Marktkommentar basierend auf Augur Langfristprognosen**
  - Basis: Augur Datenbank
  - Marktrückblick
  - Marktausblick (5yr)
  - Langfristige Allokationsthesen der c-alm

## Übersicht

10 aktuelle Langfristallokationsthese basierend auf c-alm Fundamentalprognosen

### 10 Allokationsthese

#### **Nominalwerte**

1. Strategische Liquiditätsquoten sind Opportunitätskosten
2. Unternehmensanleihen ausländischer Emittenten in Fremdwährung

#### **Aktien**

3. Schwellenländer vs. Industrieländer: Marktkapitalisierung
4. Abbau Home Bias: „Wenn, dann jetzt!“

#### **Immobilien**

5. Immobilien Schweiz: Eichhörnchen-Strategie
6. Immobilien Ausland: Diversifikationspotential vorhanden

#### **Alternative Anlagen**

7. Look Through als Bedingung
8. Achtung: Denn letzten beißen die Hunde!

#### **Währungen**

9. Zielkonflikt: Spricht für „pragmatische“ Absicherungslösung

#### **Anlageorganisation**

10. Keine Kompromisse bei Anlagehygiene!

## Allokationsthese Unternehmensanleihen

2.

### ▶ Obli CHF, Auslandschuldner vs. Obli FW, Unternehmen, hedged in CHF?

R	Ticker	Coupon	Maturity	↓ Curr	Ask Yield to Maturity
	EIB		4-7 Years	CHF	
1)	EIB	1.250	08/02/2019	CHF	.317
2)	EIB	2.125	01/22/2020	CHF	.374
3)	EIB	2.375	07/10/2020	CHF	.470
4)	EIB	3.000	04/14/2021	CHF	.590

R	Ticker	Coupon	Maturity	↓ Curr	Ask Yield to Maturity
	EIB		4-7 Years	EUR	
1)	EIB	1.375	11/15/2019	EUR	.982
2)	EIB	4.625	04/15/2020	EUR	1.060
3)	EIB	1.500	04/15/2021	EUR	1.303

R	Ticker	Coupon	Maturity	↓ Curr	Ask Yield to Maturity
	EIB		4-7 Years	USD	
1)	EIB	1.000	06/15/2018	USD	1.501
2)	EIB	1.875	03/15/2019	USD	1.775
3)	EIB	1.625	03/16/2020	USD	2.121
4)	EIB	1.625	03/16/2020	USD	2.122
5)	EIB	2.875	09/15/2020	USD	2.260
6)	EIB	4.000	02/16/2021	USD	2.372
7)	EIB	2.500	04/15/2021	USD	2.392

Quelle: Bloomberg, 5. Mai 2014: Anleihen der EIB Bank in verschiedenen Währungen

## Fundamentale Renditebeurteilung bei Nominalwerten – Konzept

2.

	Brutto- ertrag	+/- Anpassungen für		- Kostenabzüge		=Netto -prognose
		Ausfälle	FX -Hedge	TER	TTC	
Obligationen CHF	TR	EL <sub>HIST</sub>		X	X	X
Obligationen CHF Inland	TR	EL <sub>HIST</sub>		X	X	X
Obligationen CHF Ausland	TR	EL <sub>HIST</sub>		X	X	X
Obligationen FW Staat, hdgd	TR	EL <sub>HIST</sub>	$i_{FOR} - i_{DOM}$	X	X	X
Obli FW Unternehmen, hdgd	TR	EL <sub>HIST</sub>	$i_{FOR} - i_{DOM}$	X	X	X

Quelle: Augur Prognose-Applikation, 30.6.2014

Definitionen: TR=Totale Rendite (Verfallsrendite + Rolldowneffekt) bei gleichbleibender Zinsstruktur und regelmässigem Rebalancing; bei  $EL_{HIST}$ , = Erwarteter Verlust basierend auf historischen Ausfällen (HIST);  $i_{FOR} - i_{DOM}$  = Zinsdifferenz (basierend auf jeweiliger Währungsallokation);



## Fundamentale Renditebeurteilung bei Nominalwerten – Zahlen

2.

	Brutto -ertrag	+/- Anpassungen für		- Kostenabzüge		=Netto -prognose
		Ausfälle Inflation	FX -Hedge	TER	TTC	
Obligationen CHF	1.01%	-0.06%		-0.13%	-0.03%	0.80%
Obligationen CHF Inland	1.13%	-0.04%		-0.11%	-0.03%	0.95%
Obligationen CHF Ausland	0.91%	-0.08%		-0.14%	-0.03%	0.65%
Obligationen FW Staat, hedged	1.82%	-0.06%	-0.20%	-0.11%	-0.07%	1.38%
Obli FW Unternehmen, hedged	3.63%	-0.16%	-0.23%	-0.14%	-0.07%	3.03%

Quelle: AUGUR Prognoseapplikation, 30.6.2014

## Fundamentale Risikobeurteilung im Nominalwertbereich

### Erwartete Kreditausfälle (EL) in % des Nominals (kum. 5 Jahre)

AAA	AA	A	BBB	BB	B	<BBB
0.03	0.24	0.57	1.12	6.45	15.39	32.39

### Rating-Allokation der Nominawertkategorien

Nominalwertkategorie	Rating-Allokation der Nominawertkategorien							Kreditrisiko	Zinsrisiko
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	<B	Erw. Verlust	Duration
Obligationen CHF	49.2%	25.4%	16.0%	9.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.05%	6.1
Obligationen CHF Inland	66.5%	16.6%	10.5%	6.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.04%	7.2
Obligationen CHF Ausland	24.8%	37.7%	23.8%	13.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.08%	4.5
Obligationen FW Staat, hdgd	38.5%	46.7%	2.3%	12.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.06%	6.8
Obli FW Unternehmen, hdgd	0.8%	11.3%	45.7%	42.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.16%	6.2

Quelle: Augur Prognose-Applikation, 30.6.2014

### Allokationsthese Unternehmensanleihen

2.

Wir bevorzugen in der langfristigen Anlagestrategie währungsgesicherte Unternehmensanleihen (BarCap Global Agg, Corporate Segment, hdgd in CHF) gegenüber ausl. Unternehmensanleihen, die in CHF emittiert werden (SBI, Foreign Segment), weil...

- ...substanziell höheres Ertragspotenzial
  - BarCap Global Agg, Corporate Segment, hdgd in CHF: 3.03%
  - SBI, Foreign Segment: 0.65%
  - Weiteres Vorgehen aus Sicht einer Vorsorgeeinrichtung
- ...bei vergleichbaren Risiken
  - nur leicht höheres Zinsrisiko 1. Ordnung (gemessen durch Duration)
  - nur leicht höhere Kreditrisiken (gemessen durch Rating-Allokation)
  - Währungsrisiko abgesichert
  - Geringere Liquiditätsrisiken
  - Fundamental bessere Diversifikationseigenschaften (Branchenmix)

**Robert Walser**

Unsere Sicherheiten dürfen nichts Starres  
werden, sonst brechen sie.