

ASIP Fachtagung

Entwicklung der Finanzmärkte: Praxisorientierte Empfehlungen für Pensionskassen

24. Juni 2021



AGENDA

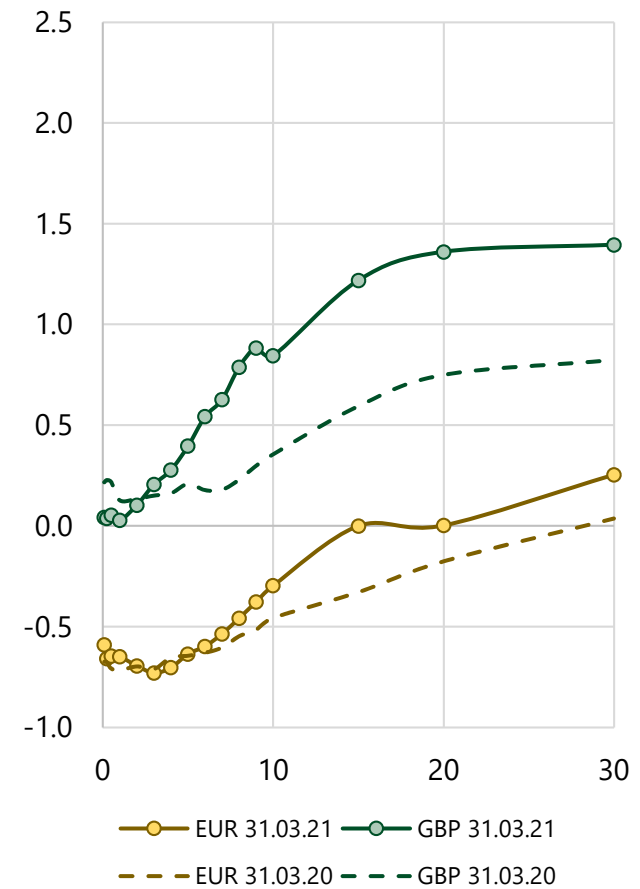
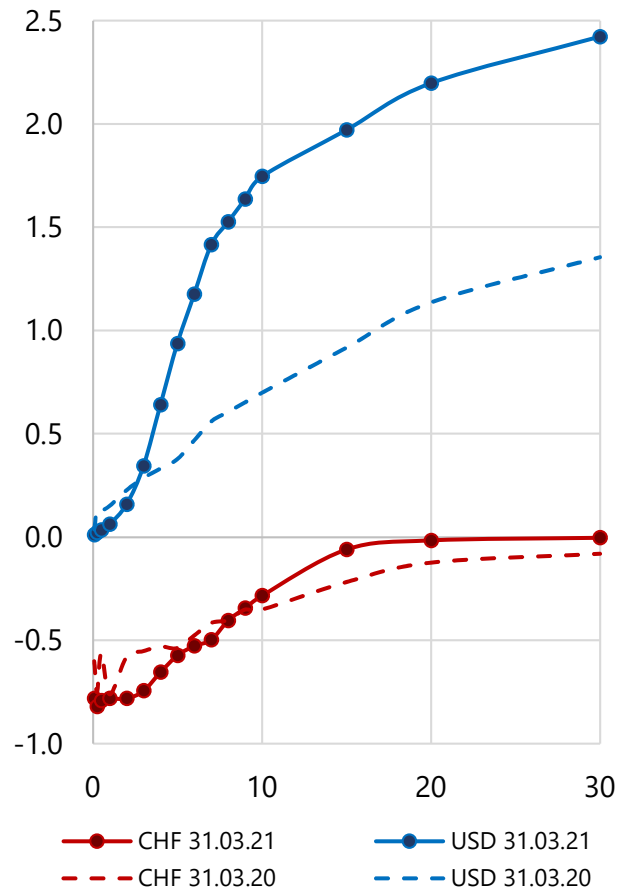
Kapitalmarktentwicklung, Renditeprognosen, Asset Allocation

Implementierung (Anlageorganisation und Mandatsstruktur)

Motion 21.3017 – BVV 2 Anlagevorschriften quo vadis?

Kapitalmarktentwicklung, Renditeprognosen, Anlagestrategie

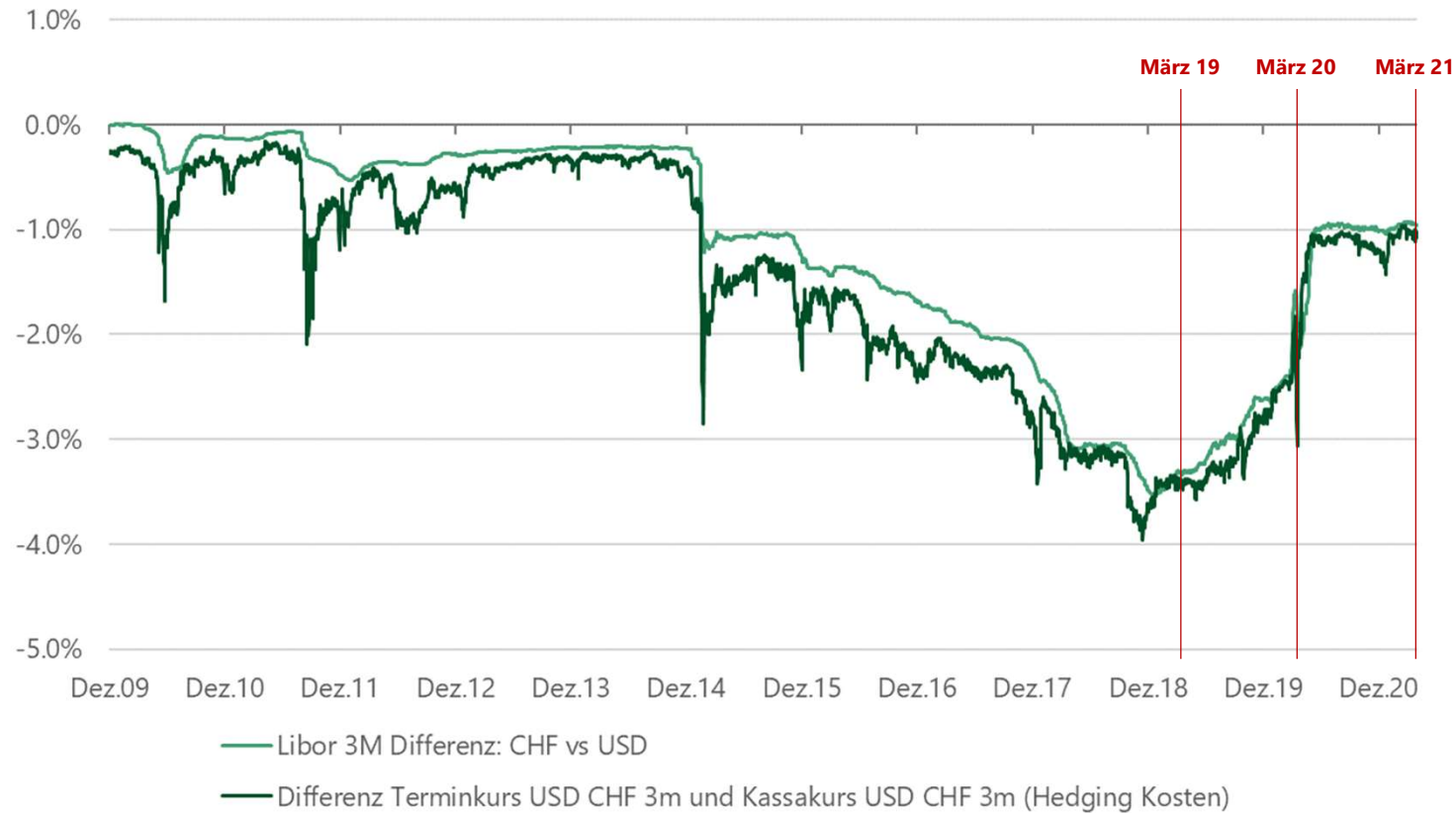
Nominalwerte: Zinsentwicklung



Steiler Zinskurve: Zinsanstieg am mittleren und langen Ende der Zinskurve.

Kapitalmarktentwicklung, Renditeprognosen, Anlagestrategie

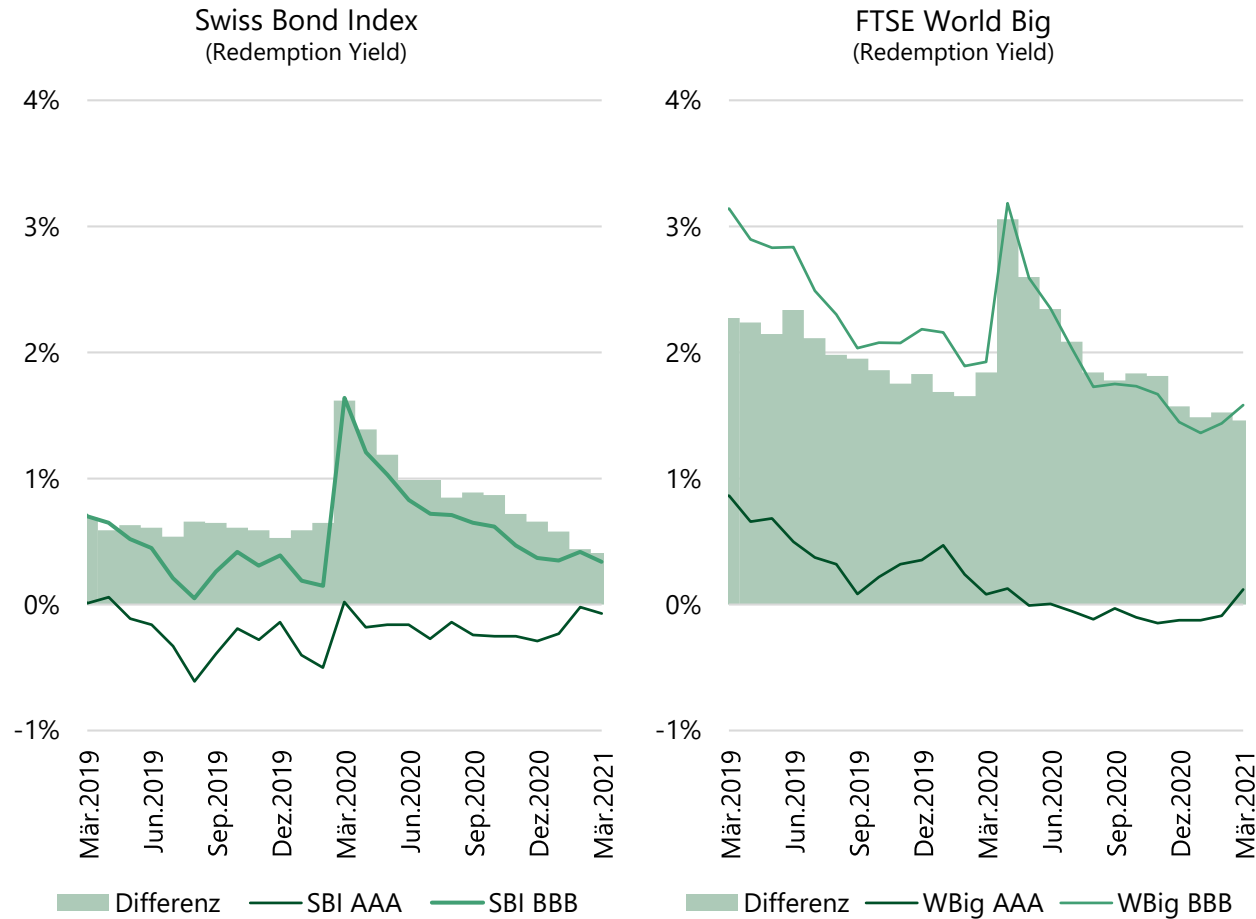
Nominalwerte: Geldmarktsätze und Währungsabsicherungskosten



Weiter fallende Währungsabsicherungskosten!

Fundamentaldaten

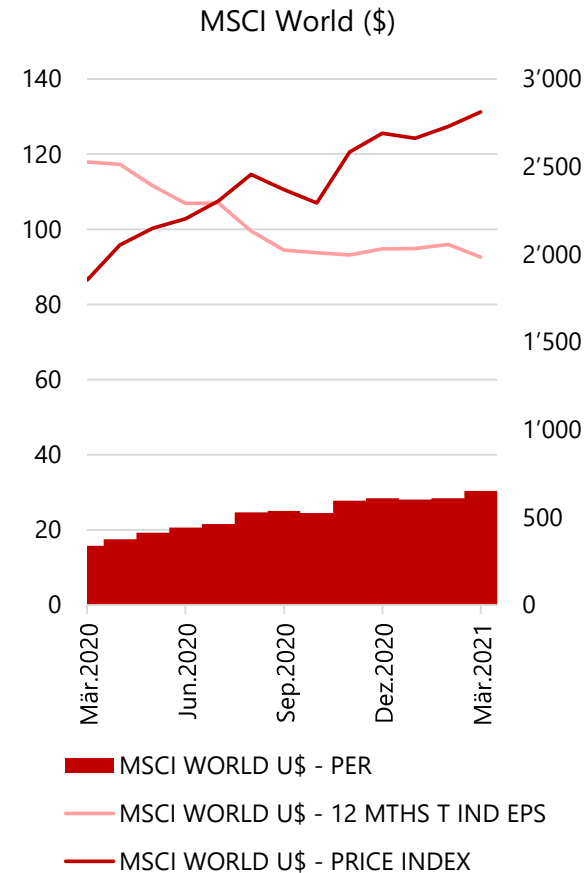
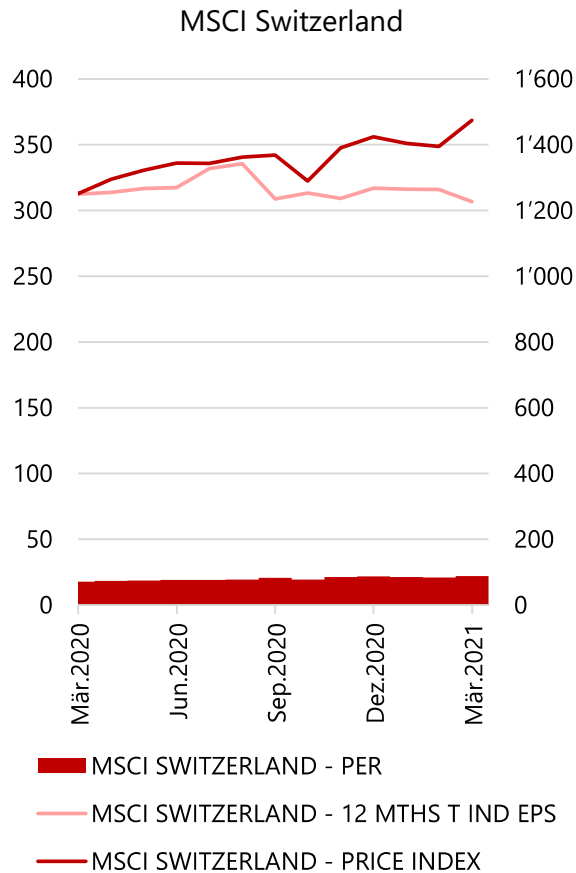
Nominalwerte: Kreditspreads



Normalisierung der Kreditspreads seit Markt-Verwerfungen anfangs März 2020!

Kapitalmarktentwicklung, Renditeprognosen, Anlagestrategie

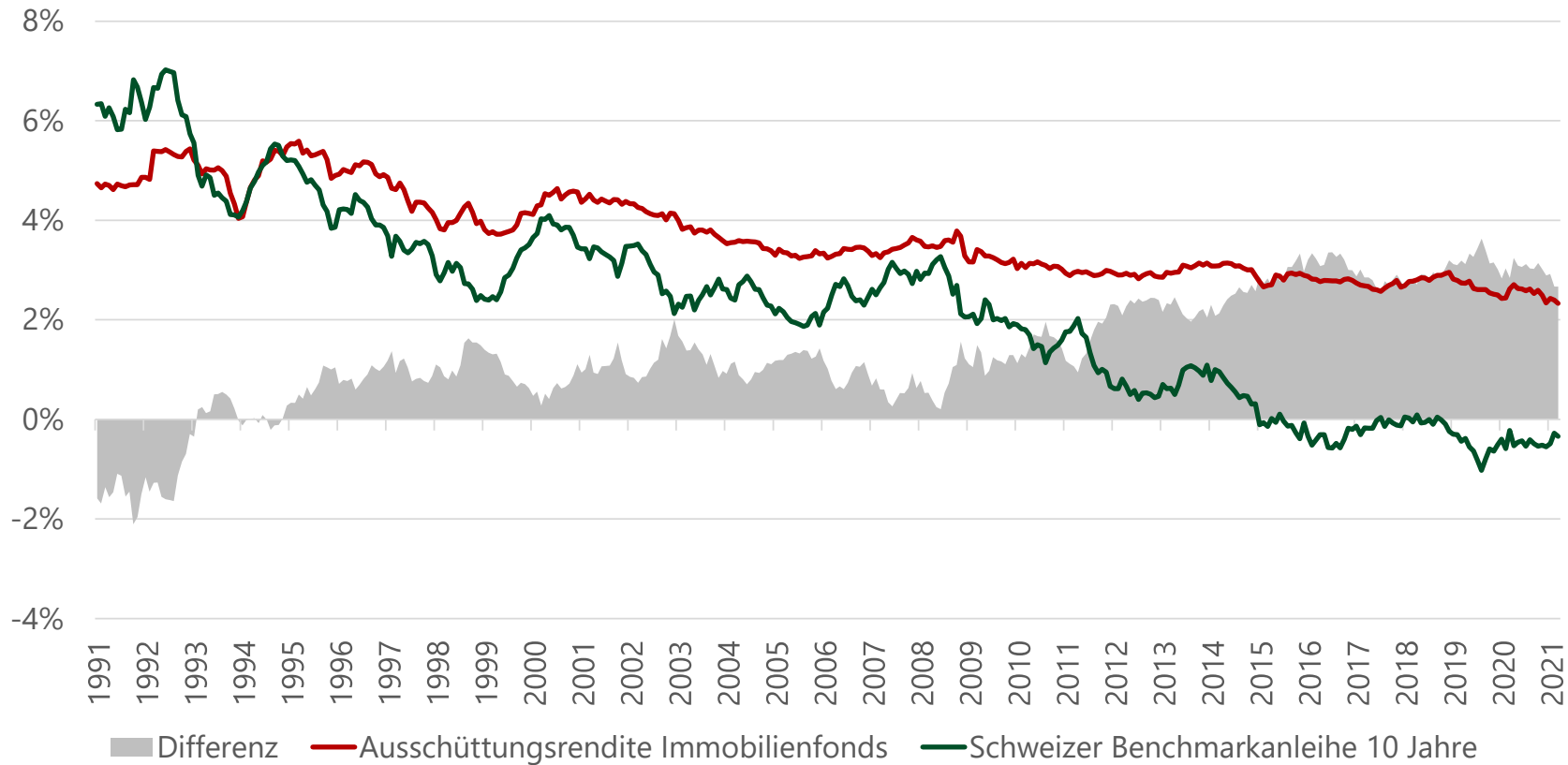
Aktien: Preis- und Gewinnentwicklung



Doppeleffekt: Preisrally bei gleichzeitigem Gewinnrückgang!

Kapitalmarktentwicklung, Renditeprognosen, Anlagestrategie

Immobilien: Ausschüttungsrendite und «Risikoprämie»



Stabile Ausschüttungsrenditen & persistente Risikoprämie!

Kapitalmarktentwicklung, Renditeprognosen, Anlagestrategie

Das 1x1 der c-alm Fundamentalprognosen



Aktienprognosen

Basis:
Gewinnrenditen

Quelle: Publizierte ex-post Gewinne
börsenkotierter Unternehmen

Aggregation über Indexanbieter

Nominalwert-
prognosen

Basis:
Verfallsrenditen

Quelle: Yield to Maturity öffentlich
gestellter Anleihen

Aggregation über Indexanbieter

Immobilien-
prognosen

Basis:
Ertragsrenditen

Quelle: Publizierte Nettoerträge

Spezifisch erhoben für konkrete Anlage

Kapitalmarktentwicklung, Renditeprognosen, Anlagestrategie

Renditeerwartungen im Vergleich zum Vorjahr



	31.03.	YTW	+	Roll-Down	=	Brutto-ertrag	Ausfälle	FX-Hedge	TER	TTC	Netto-prognose	Differenz Vorjahr
Obli. CHF	2021	-0.14%		0.12%		-0.02%	-0.05%		-0.08%	-0.03%	-0.18%	-0.30%
	2020	0.36%		-0.09%		0.27%	-0.04%		-0.08%	-0.03%	0.12%	
Obli. FW, hdgd	2021	0.94%		0.42%		1.36%	-0.08%	-0.70%	-0.09%	-0.18%	0.31%	+0.68%
	2020	1.11%		0.24%		1.35%	-0.07%	-1.38%	-0.09%	-0.18%	-0.37%	
Obli. FW Corp., hdgd	2021	1.67%		0.64%		2.31%	-0.14%	-0.74%	-0.09%	-0.18%	1.16%	-0.19%
	2020	3.00%		0.29%		3.29%	-0.12%	-1.55%	-0.09%	-0.18%	1.35%	
Aktien CH	2021					4.06%			-0.06%	-0.01%	3.99%	-1.06%
	2020					5.12%			-0.06%	-0.01%	5.05%	
Aktien Welt	2021					3.65%			-0.09%	-0.08%	3.48%	-2.43%
	2020					6.38%			-0.09%	-0.08%	6.21%	
Immo CH AST	2021					3.21%					3.21%	-0.25%
	2020					3.46%					3.46%	

Steilere Zinskurven

Tiefere Hedging-Kosten

tiefere Kreditrisiko- und Liquiditätsaufschläge

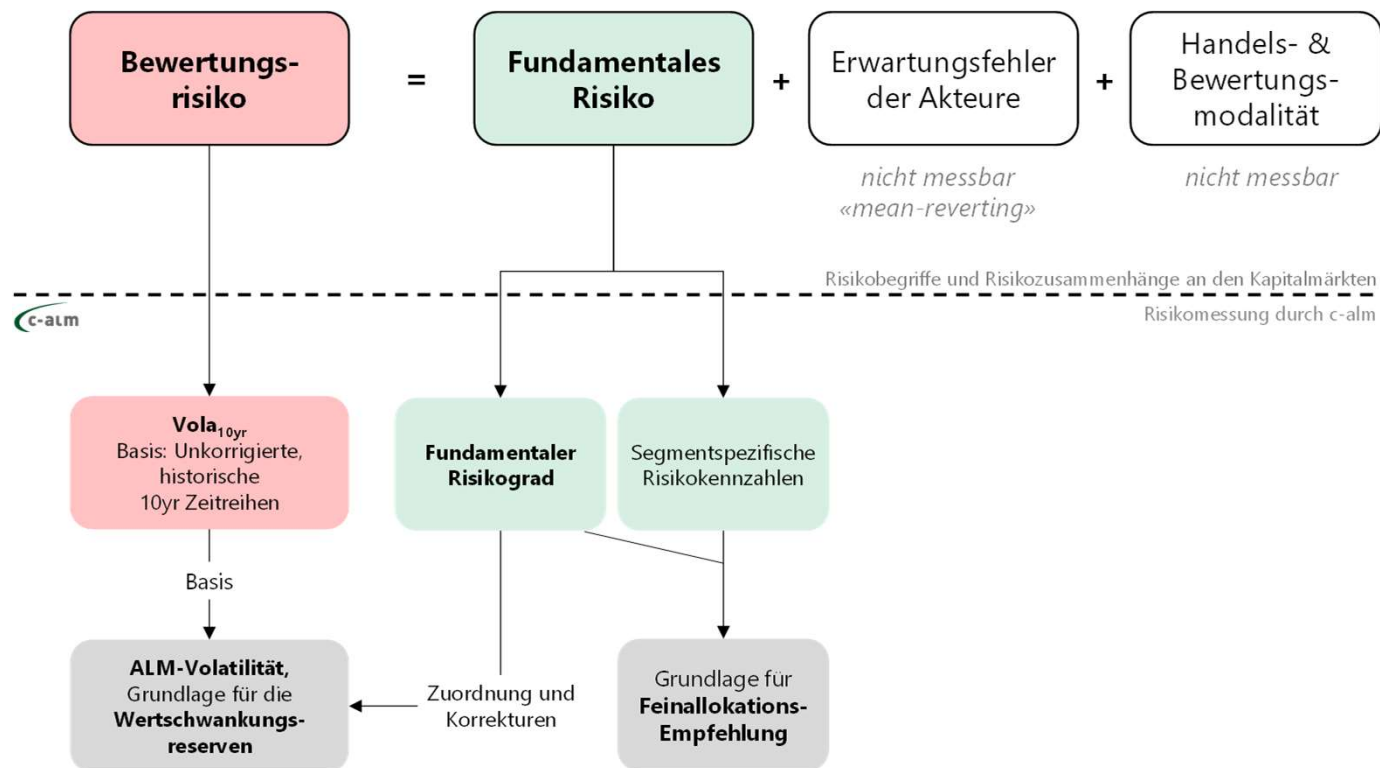
Höhere Preise
Tiefere Gewinne

Sinkende Cashflow-Renditen

Kapitalmarktentwicklung, Renditeprognosen, Anlagestrategie Und das Risiko?



- Achtung: Bewertungsrisiko (=Volatilität) nicht gleich fundamentales Risiko
- Das beste Beispiel: Bewertungsrisiko Immobilienanlagestiftungen < 1% p.a. versus Bewertungsrisiko kotierte Immobilienfonds > 8% p.a.
- Unser Risikoverständnis und -konzept



Kapitalmarktentwicklung, Renditeprognosen, Anlagestrategie

Fundamentaler Risikograd = Annäherungsversuch ans fundamentale Risiko



	Basisanlagen			Value-Add-Anlagen
	— +1 → FX-Exposure			— +1 → Fund. Risiko
Nominalwerte	0 «riskfree Asset»	1	Kreditrisiko («High Yield»), Durchführungsweg	2
Realwerte / Immobilien	1	2	Fremdfinanzierungs- grad / Leerstand, Durchführungsweg	3
Aktien	2	3	Ertragsvolatilität, Durchführungsweg	4

- Nominalwert-Sachwert*-mix: Eine (ALM)-Frage des Risikobedarfs und der Risikofähigkeit
- Nominalwerte:
 - Obligationen CHF: «rote Null» als bestes Szenario
 - Obligationen FW «hedged»: Strukturbruch! Es kann sich nach vielen Jahren wieder lohnen (insbesondere USD) lang laufende Anleihen währungsgesichert gegenüber Eidgenossen zu bevorzugen.
 - Kreditrisiko: Kontinuierlich sinkende Kreditrisikoprämie – genug Prämie für das Risiko?
- Aktien und Immobilien:
 - Preisrallye hat die Gewinnrenditen aufgefressen – offeriert wird von den Aktienmärkten aber immer noch die «*historische Risikoprämie von 4 Prozent*» (hier gemessen als Gewinnrendite minus Geldmarktsatz) .
 - Immobilienmärkte: Kontinuierlich sinkende Risikoprämie, aktuell bei ca. 3 Prozent.
- Alternativ- illiquide Anlagen:
 - Alternative, nicht-kotierte Nominalwerte, Aktien und Immobilien: Müssen mindestens so hohe Verfallsrenditen, Gewinnrenditen, Ertragsrenditen aufweisen wie der «liquid-kotierte» Zwilling.
 - Alles andere (Hedge Funds etc.): Wenn ich nicht weiss, was drin steckt, wird es eng, eine Investition mit der «Prudent Investor Rule» zu vereinbaren.



AGENDA

Kapitalmarktentwicklung, Renditeprognosen, Asset Allocation

Implementierung (Anlageorganisation und Mandatsstruktur)

Motion 21.3017 – BVV 2 Anlagevorschriften quo vadis?

Implementierung

Einbettung in gesamten Anlageprozess



Ausgangslage: Eine typische Anlagestrategie

Anlagekategorie	uBB	SAA	oBB	Benchmark
Liquidität	0%	0%	2%	FTSE CHF 3m
Obligationen CHF	19%	27%	35%	Swiss Bond Index Total AAA-BBB Segment
Obligationen FW, hedged	15%	20%	25%	FTSE WorldBIG Index, hedged
Hypotheken CHF	0%	3%	5%	Swiss Bond Index Pfandbriefe
Nominalwerte	34%	50%	67%	
Aktien CH	10%	15%	20%	Swiss Performance Index, TR
Aktien Welt DC	10%	12%	14%	MSCI World (div. reinv.: US gross, others net)
Aktien Welt EM	1%	3%	5%	MSCI Emerging Markets, NR
Aktien	21%	30%	39%	
Immobilien Schweiz	10%	15%	20%	KGAS Immo-Index
Immobilien Welt	0%	5%	10%	FTSE EPRA/NAREIT Dev. Index
Immobilien	10%	20%	30%	
Gesamtportfolio	100%			

Gretchenfrage

Wie komme ich auf der Grundlage dieser Anlagestrategie zu einer leistungsstarken, sprich kosten-nutzen-optimalen Anlageorganisation & Mandatsstruktur?

Schlüsselthemen für Definition der Anlageorganisation & Mandatsstruktur:

- Delegation und Auftragspezifikation Depotbank(en)
- Delegation und Auftragspezifikation Vermögensverwalter

Schlüsselfragen Depotbank

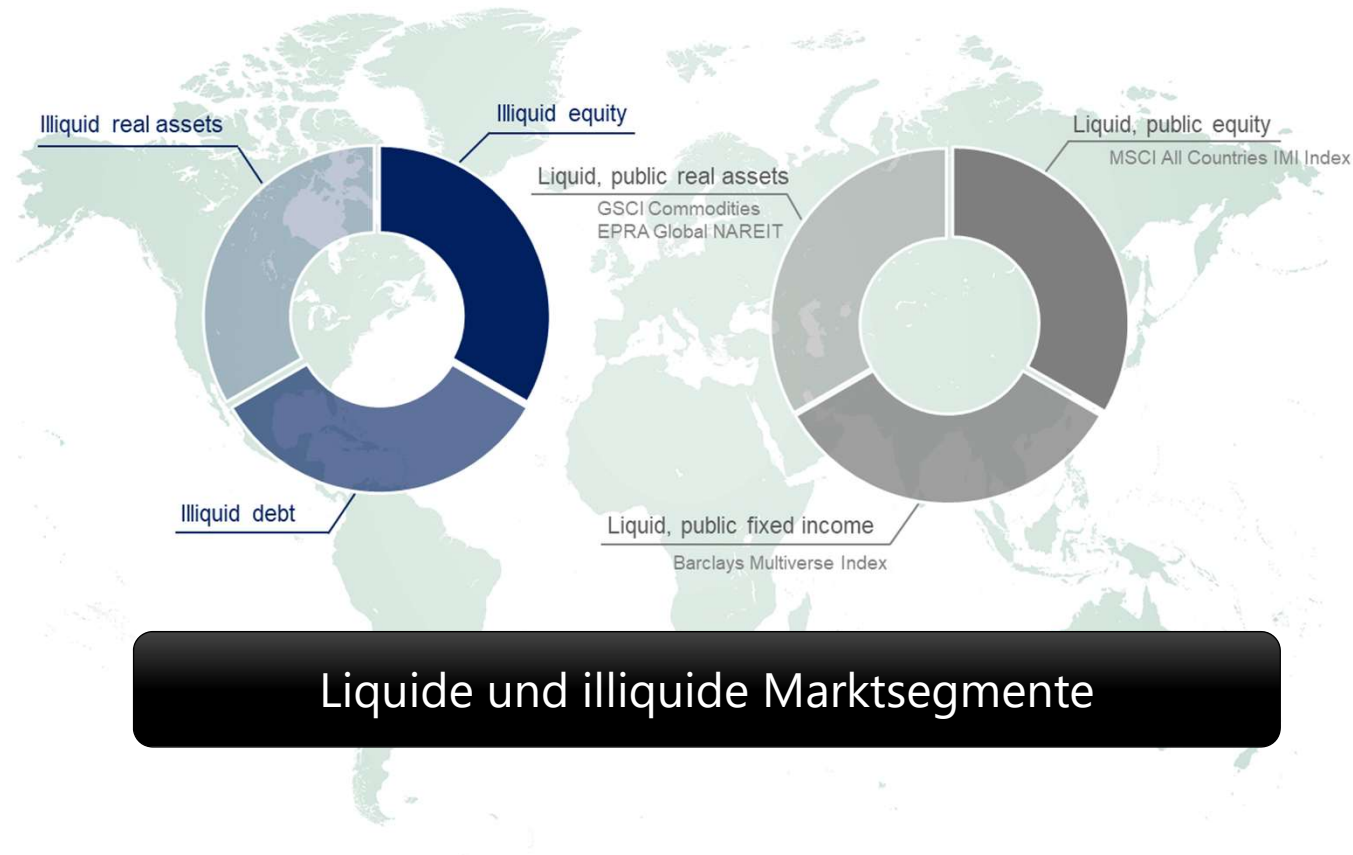
- Wieviele Depotbanken?
- Trennung Depotbank- und Vermögensverwaltungsfunktion?
- Leistungs- und Lieferumfang?

Schlüsselfragen Vermögensverwaltung

- Aktiv versus passiv?
- Konzentration oder «Horse Race»?
- Anlageuniversum: Direkt- vs. Kollektivanlagen?

Implementierung

Eine Fallunterscheidung tut not!



Liquide und illiquide Marktsegmente

Implementierung

Die Fallunterscheidung in der Anwendung



Anlagekategorie	uBB	SAA	oBB	Benchmark	kotiert	nicht kotiert
Liquidität	0%	0%	2%	FTSE CHF 3m	x	
Obligationen CHF	19%	27%	35%	Swiss Bond Index Total AAA-BBB Segment	x	
Obligationen FW, hedged	15%	20%	25%	FTSE WorldBIG Index, hedged	x	
Hypotheken CHF	0%	3%	5%	Swiss Bond Index Pfandbriefe		x
Aktien CH	10%	15%	20%	Swiss Performance Index, TR	x	
Aktien Welt DC	10%	12%	14%	MSCI World (div. reinv.: US gross, others net)	x	
Aktien Welt EM	1%	3%	5%	MSCI Emerging Markets, NR	x	
Immobilien Schweiz	10%	15%	20%	KGASSt Immo-Index	(x)	x
Immobilien Welt	0%	5%	10%	FTSE EPRA/NAREIT Dev. Index	(x)	x
Gesamtportfolio	100%					

Für kotierte und nicht kotierte Anlageklassen gelten in der Durchführung grundsätzlich unterschiedliche Durchführungsgrundsätze!

Durchführungsgrundsätze für

Liquide Wertschriften

Indexierte Bewirtschaftung
Wahl der bestgeeigneten
Benchmarks;
Indexierte Umsetzung; Kosten- und
Steuereffiziente (CH) Indexfonds;
Nutzung von Skaleneffekten

Nicht-kotierte Anlagen

Buy-and-Hold / Buy-and-Manage
Umsetzung anhand von
Direktanlagen oder Best-in-Class
Kollektivanlagen.

Bevorzugte Struktur Kollektivanlagen:
offene Zielfonds («open-ended single
funds»). Präferenz gegenüber
Dachfonds: Kosten- &
Informationsvorteile. Präferenz
gegenüber geschlossenen Strukturen:
Information! (kein «Blind Pool»
Investing; Gebührenmodell)



AGENDA

Kapitalmarktentwicklung, Renditeprognosen, Asset Allocation

Implementierung (Anlageorganisation und Mandatsstruktur)

Motion 21.3017 – BVV 2 Anlagevorschriften quo vadis?

Motion 21.3017 – BVV 2 Anlagevorschriften quo vadis?



Eckdaten

- Eingereicht von: Kommission für soziale Sicherheit und Gesundheit NR
- Einreichungsdatum: 05.02.2021
- Datum Stellungnahme und Ablehnung (!) durch Bundesrat / BSV: 21.04.2021
- **Annahme im Nationalrat: 16.06.2021**
- Nächster Schritt: Beratung und Abstimmung im Ständerat (erwartet im Herbst)
- Gegenstand / eingereichter Text:

Der Bundesrat wird beauftragt, die Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (**BVV 2**) gezielt zu erneuern und den aktuellen Herausforderungen anzupassen:

- mehr Anlagekompetenz in den Stiftungsräten (**Art. 33**): Einführung von statutarischen Anforderungen an das oberste Organ der Vorsorgeeinrichtung i.S. Wissen im Bereich Risikomanagement und Verwaltung von Anlagen.
- mehr Risikomanagement (**Art. 50**): Der heutige Grundsatz der Risikoverteilung soll mit einem umfassenden Risikomanagement ergänzt werden, welches in die bestehende Berichtserstattung einfließen soll.
- mehr Verantwortung in der Anlagebewirtschaftung (**Art. 55**): Die Kategorienbegrenzungen sollen wegfallen. Jede Pensionskasse weist eine andere Risikostruktur auf, weshalb fixe Vorgaben keinen Sinn ergeben. Gerade in Zeiten von negativen Renditen auf Staatsanleihen und hohen Schwankungen auf Aktienmärkten bedeutet die Orientierung an fixen Limiten tiefe Renditen und falsche Sicherheit, welches die Sicherheit der Renten gefährdet.

Argumente

Pro Argumente der Initianten

- Implizite Erwartung, dass bei Professionalisierung des Risikomanagements **bei gleichem Risiko eine höhere Rendite** erwirtschaftet werden kann (gemäss Initianten begründet durch Auslandvergleiche).
- Geäussert wird damit die natürlich für die Politik verlockende These, dass die **strukturellen Finanzierungsprobleme** der 2. Säule **über den 3. Beitragszahler gelöst** werden kann.
- Die **Anlagelimiten** gemäss BVV 2 führen zu **falscher Sicherheit** und einer **peergroup-orientierten Vermögensanlage**, die dem Optimalitätskriterium nicht gerecht wird.

Contra Argumente des Bundesrats / BSV

- Befürchtung, dass das **Milizprinzip** und der Grundsatz der **paritätischen Zusammensetzung** des obersten Organs durch die Forderung von erweiterten Finanzkenntnissen **untergraben** wird.
- „**Prudent Investor Rule**“ ist mit den Artikeln 48a, 48f-h, 49-52 BVV 2 bereits etabliert.
- Der „**Erweiterungsartikel**“ gemäss Art. 50 BVV 2, von dem bekanntermassen auch verbreitet Gebrauch gemacht wird, ermöglicht den Vorsorgeeinrichtungen bereits, auch Anlagen ausserhalb der Limiten zu tätigen. Die Limiten erfüllen entsprechend nur eine subsidiäre Funktion.
- Aktuelles **Limitensystem** wird entsprechend als **kostengünstige Möglichkeit zur Durchsetzung von Mindeststandards** verstanden. Bei dessen Aufhebung wird eine Kostenexplosion befürchtet.

- Bei Annahme der Motion im Ständerat geht das Geschäft mit einem Umsetzungsauftrag zurück an den Bundesrat und das BSV.
- Swiss Banking als Initiant / Lobby hinter der Motion verbindet sicherlich konkrete Erwartungen mit der Motion und wird sich entsprechend aktiv in die Umsetzung einbringen.
- Inhaltlich
 - werden die Kategorienbegrenzungen gemäss Art. 55 BVV 2 fallen
 - wird das Milizsystem bei der Zusammensetzung des Stiftungsrats gemäss Art. 33 BVV 2 (zumindest teilweise) in Frage gestellt.
 - wird wohl eine kontroverse und hitzig geführte Debatte um den Begriff des «Risikos» gemäss Art. 50 BVV 2 entbrennen:
 - Was ist Risiko für eine Vorsorgeeinrichtung?
 - Im Umkehrschluss: Was ist eine risikolose Anlage?
 - Wie lässt sich Risiko messen?
 - Wie lässt sich Risiko steuern?
 - Folie 10 ist ein Vorgeschmack auf das babylonische Sprachengewirr, das uns bei Annahme der Motion erwartet...

Dr. Alvin Schwendener

Partner

✉ alvin.schwendener@c-alm.ch

☎ 071 227 35 97



Office Zürich
Konradstrasse 32
CH-8005 Zürich

Office St. Gallen
Vadianstrasse 25a
CH-9000 St. Gallen

Tel +41 71 227 35 35

www.c-alm.ch
info@c-alm.ch