

Pensionskassen: Wenn Kosten wichtiger erscheinen als Rendite und Diversifizierung!



Von
Adrien Koehli
Mitglied der Geschäftsleitung,
Institutionelle Vermögensverwaltung

CONINCO Explorers in finance SA

Wenn eine Ökonomie durch die Eingriffe der Zentralbanken und nicht mehr durch die tatsächliche Entwicklung von Wirtschaft und Unternehmen bestimmt wird, müssen die Pensionskassen sich neu erfinden, insbesondere hinsichtlich ihrer Anlagenverwaltung.

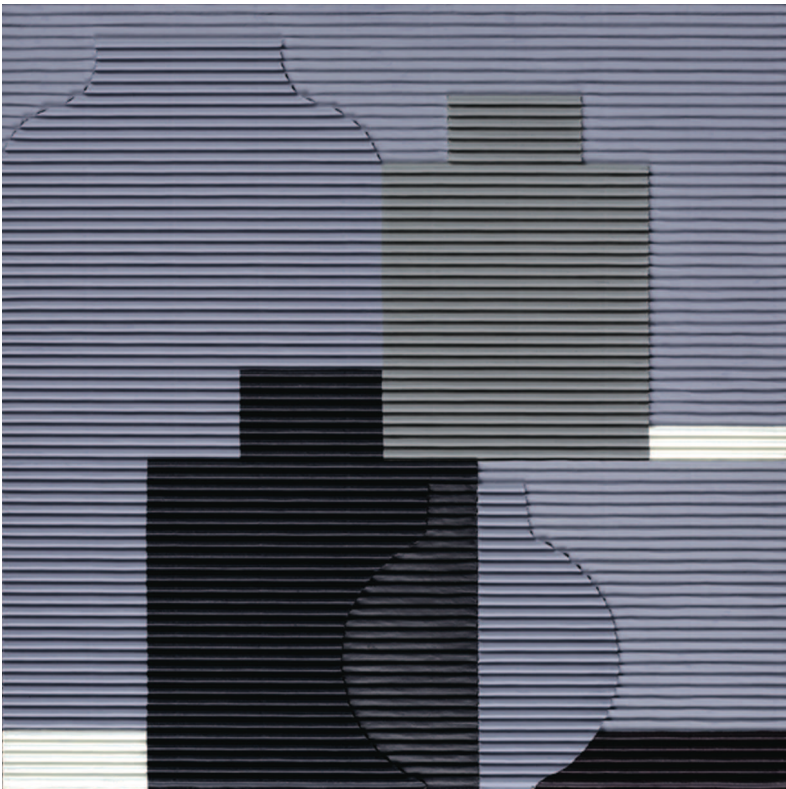
Der Anfang des Jahres 2015 wurde durch die plötzliche Aufhebung des Euro-Mindestkurses durch die Schweizerische Nationalbank geprägt. Darauf folgte die Einsetzung des *quantitative easing* seitens der Europäischen Zentralbank, um die Konjunktur in der Euro-

zone anzukurbeln. Diese erste Phase hatte nur eine punktuelle Auswirkung auf die Aktienmärkte. Die Einführung von Negativzinsen hingegen hatte Folgen, die wir noch bis heute spüren. Der Sommer 2015 wurde dann infolge der Krise in Griechenland – das wieder einmal durch die westlichen Grossmächte und die Nationalbanken gerettet wurde – von Befürchtungen um die Zukunft der Eurozone gekennzeichnet. Auch hier waren die Auswirkungen auf die Aktienmärkte nicht deutlich spürbar, aber schlussendlich konnte trotzdem keine langfristige Lösung gefunden werden. Tatsache ist je-

denfalls, dass heute durchschnittlich 30 bis 40 % der Pensionskassenvermögen in Obligationen angelegt sind, die keine effektive Rendite und noch weniger Kapitalgewinne erwirtschaften und – schlimmer noch – in manchen Fällen sogar Geld kosten. Zwei Möglichkeiten eröffnen sich den Kassen, die allerdings häufig den gleichen traurigen Ausgang haben, wenn man sich auf Tatsachen und nicht auf Erwartungen stützt.

Die erste und naheliegendste Möglichkeit besteht darin, den Obligationenanteil zugunsten anderer Alternativen zu verringern. Betrachtet man das Ganze näher, fällt jedoch auf, dass nach Abzug der klassischen Anlageklassen – d.h. Aktien oder Immobilien, welche ungefähr 50 % der Asset-Allocations ausmachen – nur noch Anlagen übrig bleiben, die als „alternativ“ eingestuft werden und das gesetzlich vorgegebene Limit von 15 % des Portfolios nicht überschreiten dürfen. Zwar können unter bestimmten Voraussetzungen Sondergenehmigungen erwirkt werden. Es stellt sich hier jedoch schnell die Frage der damit verbundenen Kosten. Tatsächlich steigen die Kosten für Recherche, Analyse und Auswahl der Anlagen rapide an, sobald man andere Möglichkeiten als Aktien und Obligationen in Erwägung zieht. Glücklicherweise erlaubt die neue Gesetzgebung den Vorsorgeeinrichtungen, alle indirekten Kosten buchhalterisch zu erfassen, um sie im Nachhinein wieder abzuziehen. Aber lassen Sie es mich ganz unmissverständlich formulieren: Dies hat keinerlei Auswirkung auf das Nettoergebnis. Doch vor diesem Hintergrund scheinen sich die anderen Verwaltungsstile auf einem Markt, in dem traditionelle Anlagen künstlich in die Höhe getrieben werden, nicht differenzieren zu können, ausser vielleicht durch ihre Kosten, die höher erscheinen.

Eine weitere Möglichkeit wäre eine aktive Anlagenverwaltung, welche die Freiheit böte, sowohl in Staats-, Unternehmens- als auch in Wandelanleihen usw. zu investieren. Aber auch hier wären die Kosten – verglichen mit einer indexbasierten Vermögensverwaltung ohne Auswahlmöglichkeit und Verwaltungsaufwand – nicht die gleichen. Ausserdem wird es dieser aktiven Verwaltung durch die Zinsmanipulationen der Zentralbanken nach unten erschwert, eine wirklich bessere Performance zu erzielen.



Magdolna Rubin - 60 x 60 cm



Patrick Corrado - White Miki - 170 x 200 cm

Die Kostenproblematik scheint also für die Pensionskassen bei ihrer Entscheidungsfindung von zentraler Bedeutung zu sein. Und wenn man sich allein auf diese Feststellungen stützt, haben sie recht. Warum sollten sie mehr zahlen, um im Endeffekt das gleiche Ergebnis zu erzielen? Selbst wenn diese Erkenntnis der Schlusspunkt vieler Überlegungen ist, sollte sie besser an deren Anfang stehen. Die Frage, die man sich dann stellen sollte, wäre: Wird das Risiko-Ertrags-Verhältnis bei gleicher Netto-Performance, oder vielleicht sogar bei einem zeitlich versetzten Wachstum des Anlagevermögens, verbessert? Diese für einen Investor grundlegende Frage beschäftigt sich immerhin nicht mehr mit der Vergangenheit, sondern mit einem Ausblick auf die Zukunft. Das Hauptanliegen jeder Vorsorgeeinrichtung sollte schliesslich nicht das sein, was sie hätte gewinnen können oder zahlen müssen, sondern das, was sie von ihren zukünftigen Investitionen bezüglich Performance, aber auch Risiko erwarten kann – bei ei-

nem Nettoergebnis zu kohärente statt zu möglichst niedrigen Kosten.

Diese Quadratur des Kreises soll dazu dienen, künftige und vorhersehbare wirtschaftliche Entwicklungen zu berücksichtigen, Anlagen zur Verminderung von konjunkturellen und strukturellen Risiken in der Entwicklung unserer Gesellschaft zu diversifizieren, Leistungen unter Gewährleistung kurzfristiger Finanzierungen langfristig zu garantieren – und das alles zu vertretbaren Kosten. Genau diesen Begriff der angemessenen Kosten gilt es zu bestimmen: es geht nicht um den geringsten Preis, sondern um einen für eine bestimmte Anlage akzeptablen Preis.

Eine grösstmögliche Diversifizierung ermöglicht es, übermässigen – sowohl negativen als auch positiven – Fluktuationen entgegenzuwirken. Erreicht wird dies durch verschiedene Anlagemöglichkeiten, die sowohl die nachhaltige Entwicklung, Mikro-

finanz, Infrastrukturprojekte, private Anlagen (Private Equity) als auch makroökonomische Trends oder grundlegende Änderungen der Weltwirtschaft berücksichtigen. Diese Möglichkeiten weisen oft unkorrelierte Renditen zu Aktien und Obligationen auf – je nachdem, ob die Konjunktur sich nach oben, nach unten oder seitwärts entwickelt. Auf alle Fälle ermöglichen sie es, das Risiko-Ertrags-Verhältnis netto zu optimieren. Dieser Nettowert ist der wahre Ursprung von Vermögensbildung. Das impliziert, dass man den Preis dafür bereitwillig zahlt. Ich meine hier bewusst „den Preis“ und nicht „einen Preis“ oder jedweden Preis. Jedenfalls wird sich herausstellen, dass er höher ist als bei einer indexbasierten Verwaltung, die sowohl das Schlimmste, als auch das Beste garantieren kann, und deren tatsächlich verrechneter Preis unterhalb der effektiven Betriebskosten der Strukturen liegen. Aber das ist eine andere Debatte über die Ethik fairer Preise und darüber, wer was zahlt! ■