

Praxisbeispiel der Cassa Pensioni di Lugano (CPdL)

Warum Hedgefonds in ein Pensionskassenportfolio gehören

Hedgefonds verloren in den letzten zehn Jahren in

Pensionskassenportfolios an Bedeutung. Ihr Einsatz hätte sich jedoch – bei guter Auswahl und Umsetzung – gelohnt.

Ende 2022 investierten Pensionskassen durchschnittlich knapp 1.5 % ihres Vermögens in Hedgefonds. Die Anlagekategorie hat über die letzten Jahre an Bedeutung verloren, trotz ihren Diversifikationseigenschaften.

Dieser Rückgang wird zum Teil durch eine Ex-post-Bewertung der Leistung des Pensionskassensektors seit 2009 gerechtfertigt: Nach der Finanzkrise von 2008 schlossen Schweizer Pensionskassen ihre Geschäftsjahre nur in den Jahren 2011, 2018 und 2022 mit negativen Renditen ab. Warum sollte dann eine Pensionskasse höhere Gebühren für eine unnötige Diversifikation zahlen?

Wie kann man sich gegen Rückschläge absichern?

Viele Pensionskassen weisen auch nach dem schlechten Anlagejahr 2022 noch hinreichende Deckungsgrade aus. Dies gilt insbesondere für teilkapitalisierte Kassen (ZKB, 2023). Bei einer bestehenden Unterfinanzierung verfügen Pensionskassen nur über ein begrenztes Risikobudget und müssen mögliche unerwartete Verluste im Portfolio ex-ante gemäss Art. 44 des OPP 2 decken.

Pensionskassen, die sich gegen Marktrückgänge schützen wollen, können verschieden dynamische (z. B. CPPI) oder optionsbasierte Absicherungsstrategien umsetzen. Empirisch erweisen sich diese Absicherungsstrategien aber in vielen Fällen als unwirksam und kostspielig. Daher könnte ein alternativer Ansatz zur Verwaltung von Drawdown-Risiken darin bestehen, eine dynamisch verwaltete Hedgefonds-Komponente in das Portfolio einzuführen.

Dieser Ansatz wird seit 2017 von der Cassa Pensioni di Lugano (CPdL) verfolgt, die nach einer «Core Satellite»-Anlagestrategie arbeitet. Die «Core»-Komponente wird durch einen passiven Auftrag umgesetzt, der gemäss einer vereinbarten Anlagestrategie in die vier Kernanlageklassen investiert, während die «Satellite»-Komponente aus aktiven Vermögensverwaltungsaufträgen besteht, die an «Best in Class»-Manager vergeben werden, um eine spezifische Anlageklasse zu verwalten.¹ Dieser Artikel beschreibt die Performance eines solchen Hedgefonds-Mandats wie auch einige Grundüberlegungen zum Einsatz von Hedgefonds bei Pensionskassen.

Unterschiedliche Umsetzungsansätze für Hedgefonds

Konzeptionell gibt es verschiedene Ansätze, wie ein Portfolio von Hedgefonds aufgebaut werden kann. Ein naiver Ansatz wäre die Diversifizierung über die vielen verschiedenen Stile in der Branche. Wir können den HFRX-Index als Proxy für einen solchen Ansatz verwenden.

Patrick Coggi
Generaldirektor
Banca del Ceresio
Ceresio Investors

Francesco Franzoni
Professor für Finanzen
USI Lugano
Senior Chair
Swiss Finance Institute

Carlo Raimondo
Finanzanalyst
Banca del Ceresio
Ceresio Investors

¹ Die Kernanlageklassen und ihre Gewichtungen sind: Schweizer Aktien (8 %), internationale Aktien (20 %), Schweizer festverzinsliche Wertpapiere (18 %), internationale festverzinsliche Wertpapiere (10 %). Siehe den Jahresbericht 2022 der CPdL (S. 52). Die Anlageklassen in den Satellitenkomponenten umfassen, neben diesen vier Anlageklassen, zusätzliche Anlageklassen wie Senior Loans, Gold, Private Equity und Hedgefonds.

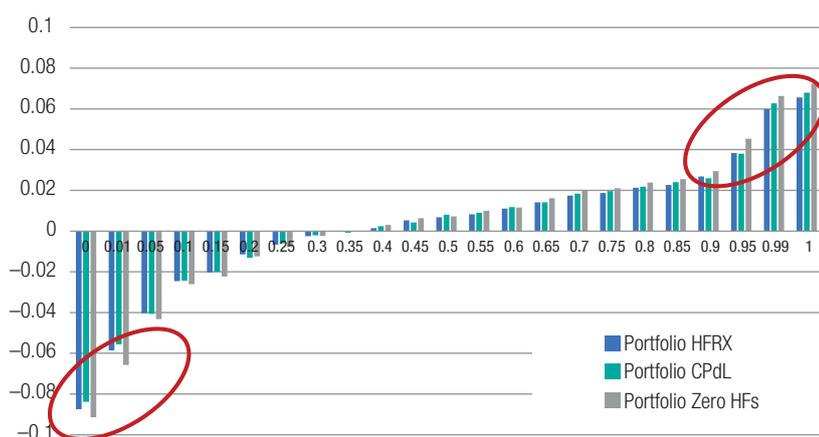
Kennzahlen der drei Portfolios über 10 Jahre

	1Y	3Y	5Y	10Y
CAR (CPdL)	-13.1%	1.3%	2.5%	5.3%
CAR (HFRX)	-14.2%	0.2%	1.8%	4.7%
CAR (ZERO HF)	-15.5%	0.2%	2.4%	5.6%
VOL (CPdL)	10.7%	11.2%	9.9%	8.5%
VOL (HFRX)	11.3%	11.3%	10.0%	8.4%
VOL (ZERO HF)	13.0%	12.5%	11.0%	9.3%
Sharpe Ratio (CPdL)	-1.31	0.02	0.15	0.51
Sharpe Ratio (HFRX)	-1.34	-0.07	0.08	0.44
Sharpe Ratio (Zero HF)	-1.27	-0.06	0.13	0.50
Information Ratio (CPdL vs HFRX)	1.40	1.73	1.28	1.12
Information Ratio (CPdL vs Zero HF)	1.04	0.63	0.09	-0.28
MDD (CPdL)	-14.7%	-12.6%*	-12.6%*	-12.6%*
MDD (HFRX)	-15.9%	-13.0%*	-13.0%*	-13.0%*
MDD (Zero HF)	-17.6%	-13.8%*	-13.8%*	-13.8%*

* Excluding the last 9 months

Worst-5 Drawdown	Sep 22	Mär 20	Dez 18	Feb 16	Sep 15
CPdL	-14.7%	-12.6%	-8.5%	-6.9%	-6.1%
HFRX	-15.9%	-13.0%	-8.0%	-6.4%	-6.0%
Zero HF	-17.6%	-13.8%	-8.1%	-6.6%	-6.2%

Renditen nach Perzentilen



Performancekomponenten

	LPP CPdL Portfolio		LPP HFRX Portfolio		LPP NoHFs Portfolio	
	alpha	beta	alpha	beta	alpha	beta
MSCI AC World TR	0.00	0.59	-0.01	0.58	0.00	0.64
t-stat	0.12	55.35	-0.99	54.65	-0.16	54.30
p-value	0.905	0.000	0.324	0.000	0.873	0.000
R2	0.96		0.96		0.96	
FTSE Bonds	0.06	0.30	0.05	0.34	0.06	0.40
t-stat	2.11	1.47	1.90	1.70	2.07	1.83
p-value	0.04	0.14	0.06	0.09	0.04	0.07
R2	0.02		0.02		0.03	
SXI Real Estate Funds						
TR	0.03	0.47	0.03	0.48	0.03	0.54
t-stat	1.40	5.66	1.13	5.88	1.32	5.89
p-value	0.165	0.000	0.260	0.000	0.191	0.000
R2	0.21		0.23		0.23	

TAKE AWAYS

- Pensionskassen investieren aktuell lediglich 1.5% ihres Vermögens in Hedgefonds.
- Über die letzten zehn Jahre brachte ein Portfolioanteil von 15% Hedgefonds eine höhere Rendite und eine tiefere Volatilität.
- Es empfiehlt sich der Fokus auf bestimmte Strategien. Insbesondere Global Macro eignen sich dabei nach Erfahrung der CPdL für Pensionskassen.

Referenzen

- CPdL, 2022, Annual Report 2022.
- Credit Suisse, 2018 Credit Suisse Schweizer Pensionskassen Index, 1/2018.
- Credit Suisse, 2022, Credit Suisse Schweizer Pensionskassen Index, 4/2022.
- ZKB, 2023, SwissCanto Pension Fund Monitor, April.

Die CPdL hat sich für einen anderen Ansatz entschieden, der auf der spezifischen Zielsetzung der Hedgefonds im Gesamtportfolio basiert, nämlich die Stabilität des Portfolios in Krisenzeiten zu erhöhen. Eine Analyse der verschiedenen Stile ergab, dass die Klasse der Global Macro (wobei sogenannte CTA ein ähnliches Profil erweisen) besonders gut geeignet ist, dieses Ziel zu erreichen, insbesondere wenn sie mit ausgewählten Long/Short-Equity-Investitionen kombiniert wird. Darüber hinaus wird das Portfolio gegen unerwünschte Währungs- und Marktrisiken abgesichert.

Wie wirken sich Hedgefonds im Portfolio aus?

Ausgangspunkt ist der Pictet BVG-60 Index 2015, der die typische Anlageallokation eines Schweizer Pensionsfonds widerspiegelt. Der BVG Index hat eine Allokation von null Prozent in Hedgefonds und wird im Folgenden als «Zero HF»-Portfolio bezeichnet.

Wir untersuchen die Auswirkungen einer Erhöhung des Gewichts von Hedgefonds von null auf 15 % – den gesetzlichen Grenzwert gemäss Art. 55 BVV 2 – und einer proportionalen Neuzuweisung der Gewichte der anderen Anlageklassen entsprechend ihren ursprünglichen Gewichten im Index.

Dabei unterscheiden wir zwischen einer breiten Diversifikation über alle Hedgefonds-Stile und einer gezielten Allokation zu einem bestimmten Hedgefonds-Stil mit den gewünschten Diversifikationseigenschaften in Krisenzeiten. In der ersten Variante nehmen wir den HFRX Global Hedge Fund Index² als Proxy und bezeichnen das Portfolio mit «HFRX». In der zweiten Variante verwenden wir das Hedgefonds-Mandat der CPdL und bezeichnen das Portfolio mit «CPdL».

Es sei darauf hingewiesen, dass die Performance des CPdL-Portfolios nach Abzug aller Gebühren berechnet wird, während die Performance des «Zero

² Er umfasst alle zugelassenen Hedgefondsstrategien, einschliesslich, aber nicht beschränkt auf Wandelanleihearbitrage, Distressed Securities, Aktienabsicherung, aktienmarktneutrale Strategien, Ereignisgesteuerte Anlagen, Makrostrategien, Fusionsarbitrage und Relative-Value-Arbitrage.

HF»- und des «HFRX»-Portfolios jeweils vor Gebühren ausgewiesen wird. Unsere Stichprobe erstreckt sich über einen Zeitraum von zehn Jahren von Januar 2013 bis Dezember 2022.³ Die Performances werden in Schweizer Franken ausgedrückt.

Unser Hauptergebnis, zusammengefasst in der ersten Tabelle, ist, dass gemessen am Sharpe-Ratio⁴ das CPdL-Portfolio sowohl das HFRX-Portfolio als auch das Zero-HF-Portfolio risikoadjustiert outperformt. Die Ergebnisse sind bemerkenswert und belegen, dass zumindest in der Vergangenheit ein reines Hedge-Portfolio ähnlich dem «CPdL» oder dem «HFRX» durchaus eine tragfähige Anlagestrategie für Pensionskassen dargestellt hat.

Ein solches Portfolio hätte über jeden ausgewiesenen Zeitraum eine höhere Rendite bei tieferem Risiko erzielt als das klassische «Zero-HF»-Portfolio. Des Weiteren stellen wir fest, dass die Drawdowns deutlich kleiner sind für die Portfolios mit Hedgefonds.

So steht es um die Korrelationen

In der zweiten Tabelle zeigen wir die Ergebnisse einer Faktorenanalyse für die drei Portfolios, die es uns ermöglichen, ihre Korrelationen – durch ihre Betas erfasst – mit den drei Hauptanlageklassen in einem Pensionsfondsportfolio zu verstehen: Aktien, Obligationen und Immobilien.

Wir stellen fest, dass die beiden Portfolios mit einer Hedgefondsallokation deutlich niedrigere Betas gegenüber dem Aktienindex (MSCI World) aufweisen als das Zero-HF-Portfolio (0.58 und 0.59 gegenüber 0.64). Das niedrigere Beta erklärt, weshalb die Hedgefondsallokation zu geringeren Verlusten in Krisenzeiten führt. Darüber hinaus sind die Betas gegenüber dem Obligationenindex

für die Hedgefonds-Portfolios signifikant höher als jene für das Zero-HF-Portfolio.

Über einen Grossteil des betrachteten Zeitraums, nämlich bis zur Covid-19-Krise, wiesen festverzinsliche Anlagen eine negative Korrelation mit Aktien auf und fungierten als risikoreduzierende Anlageklasse. Daher haben die beiden Hedgefonds-Portfolios aufgrund ihrer höheren Gewichtung in festverzinslichen Wertpapieren bessere defensive Eigenschaften. Die Betas auf den schweizerischen Immobilienindex der beiden Hedgefonds-Portfolios sind ebenfalls niedriger, was darauf hindeutet, dass eine Hedgefondsallokation zur Diversifizierung des Immobilienrisikos beiträgt.

Schliesslich zeigen wir im unteren Teil der zweiten Tabelle die Regression der Renditen des CPdL-Portfolios auf jene des HFRX-Portfolios. Wir stellen fest, dass das Beta nahe bei 1 liegt, was darauf hindeutet, dass die beiden Hedgefondsallokationen stark miteinander korreliert sind. Das CPdL-Portfolio weist jedoch eine zusätzliche (signifikante) Rendite von etwa 1 % pro Jahr auf, die durch sein Alpha erfasst wird.⁵

Substanzielle Diversifikation

Eine Allokation zu Hedgefonds kann einen effizienten Risikomanagementansatz für Pensionskassen darstellen. Anhand einer Analyse über einen Zeitraum von über 10 Jahren konnte gezeigt werden, dass Hedgefonds einen substanziellen Diversifikationsbeitrag in Portfolios von Pensionskassen liefern können. Eine gezielte Vorgehensweise ist insbesondere für unter- oder schwach kapitalisierte Pensionskassen sehr zu empfehlen. **I**

³ In den Jahren vor 2017 enthielt das CPdL-Mandat sowohl Long-only- als auch Hedgefonds. Für diese Analyse extrahieren wir den Hedgefonds-Bestandteil des Mandats und verwenden dessen Leistung für die Jahre vor 2017.

⁴ Die Sharpe-Ratio wird als durchschnittliche Rendite des Portfolios über dem risikofreien Zinssatz dividiert durch die Volatilität des Portfolios konstruiert. Für diese Analyse nehmen wir einen risikofreien Zinssatz von 1 % über den gesamten Zeitraum an.

⁵ Wir erinnern den Leser daran, dass die Renditen des CPdL-Portfolios nach Abzug der Gebühren berechnet werden, während die Renditen des HFR-Index vor Abzug der Gebühren berechnet werden. Daher ist die tatsächliche Outperformance des CPdL-Portfolios gegenüber dem Hedge-Fonds-Index grösser als 1 %.