

Diversifikation von Pensionskassenportfolios

Vier genügen

Die Asset-Allokation von Pensionskassen lässt sich stark vereinfachen: Schweizer Aktien und Anleihen, Immobilien sowie Managed Futures genügen, ohne dass Performanceeinbussen zu erwarten sind. Zusätzliche Diversifikationen – etwa in ausländische Titel oder alternative Anlagen – bringen kaum Mehrwert.

Autoren: **Olivier Schmid und Patrick Wirth**

Im institutionellen Anlagegeschäft dominiert das Prinzip einer möglichst breiten strategischen Asset-Allokation. Die Pictet-Indizes umfassen seit 2015 neun strategische und drei taktische Anlageklassen. Viele Pensionskassen gehen weiter und berücksichtigen zusätzliche regionale oder Style-Indizes.

Primat der breiten Diversifikation

Diese breit gestreute Allokation erfordert umfassendes Know-how: Internationale Aktien und Anleihen, Small Caps, Währungsabsicherung, Immobilienportfolios und Hedgefonds-Strategien müssen verstanden werden. Zwar setzen nur wenige Pensionskassen die gesamte Asset-Allokation selbständig um, dennoch muss das entsprechende Wissen über die Managerselektion teuer eingekauft werden.

Zweifel an dieser Komplexität mehren sich. Der amerikanische Investmentberater Richard Ennis (2020) zeigte in einer wegweisenden Studie für US-Pensionskassen, dass Überdiversifikation erhebliche Mehrkosten verursacht, ohne entsprechende Mehrrendite zu liefern. Er hinterfragt zudem den Nutzen vieler alternativer Anlagen und plädiert für eine substanzielle Vereinfachung der Asset-Allokation.

Die folgende Analyse untersucht, inwieweit aus der Sicht einer Schweizer Pensionskasse eine breite Diversifikation sinnvoll ist und welche Anlageklassen echte Diversifikationsvorteile bieten.

Ein gemischtes Portfolio aus 40% Schweizer Aktien (SMI) und 60% Schweizer Staatsanleihen hätte über die letzten 25 Jahre eine annualisierte Rendite von 3.8% erzielt. Damit übertraf es den breit diversifizierten

Pictet-Index klar – bei gleichzeitig geringerer Volatilität und niedrigeren Drawdowns. Zudem sind die Implementierungskosten eines derart einfachen Portfolios erheblich tiefer.

Effizienz auf dem Prüfstand

Sicherlich besteht das Bedürfnis, ausserhalb dieses engen Universums zu diversifizieren. Ob eine zusätzliche Anlageklasse die Effizienzgrenze erweitert, lässt sich mit einem Mean-Variance-Spanning-Test (MVS-Test) statistisch prüfen. Dabei wird getestet, ob sich eine neue Anlageklasse durch die bestehenden replizieren lässt bzw. ob sie einen signifikanten Mehrwert (Alpha) bietet.

Die Ergebnisse zeigen:¹ Vier Anlageklassen – Schweizer Aktien, Schweizer Staats- und Unternehmensanleihen (AAA-BBB), Immobilien und Managed Futures – genügen, um den gesamten Opportunitätsraum effizient aufzuspannen. Zusätzliche traditionelle oder alternative Anlagen liefern keinen signifikanten Zusatznutzen.

Die goldenen Bausteine

Immobilien Schweiz und Managed Futures erweisen sich als wertvolle Diversifikationsbausteine. Während Immobilien traditionell hohe Anteile in Pensionskassenportfolios einnehmen, ist die Penetrationsrate von Managed Futures bislang gering.

Zumindest historisch betrachtet stellt sich eine verpasste Chance dar: Managed Futures, die systematische Trendfolgestrategien auf liquiden Futures-Märkten umsetzen, bieten nicht nur attraktive Renditen,

Praxiserfahrung

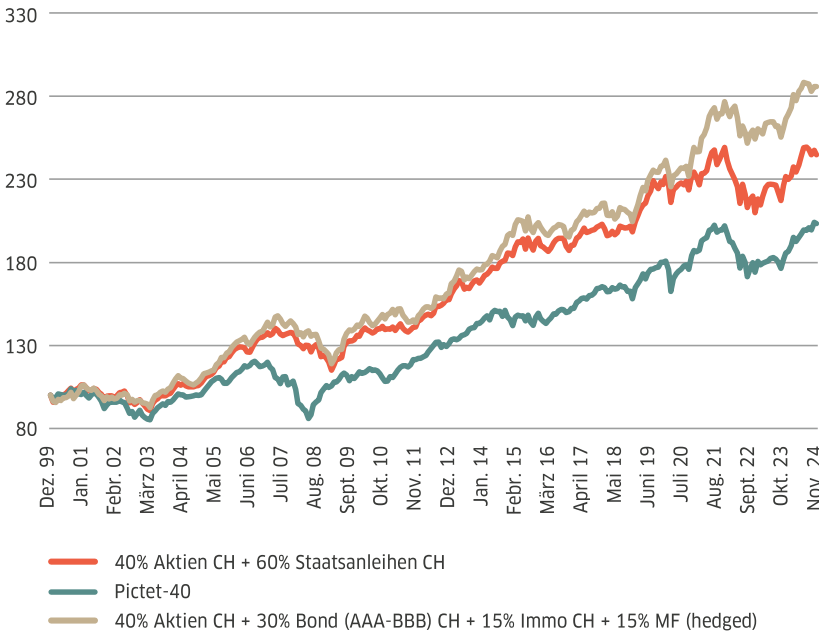
Seit 2012 setzt die PKSG im Rahmen ihrer alternativen Anlagen über ein Mandat verschiedene Managed Futures/CTA ein. Ziel dieser Allokation ist es, das Portfolio gezielt gegen Aktien- und Inflationsrisiken zu diversifizieren und so die Risiko-Rendite-Eigenschaften zu verbessern. Insbesondere in Phasen ausgeprägter Marktkorrekturen erhoffen wir von diesem Ansatz eine stabilisierende Wirkung. Während der letzten grösseren Korrekturen, die sich im Umfeld von stark steigender Inflation und steigenden Zinsen ereigneten, hat sich dieser Ansatz bewährt. Das Managed Futures/CTA-Mandat erzielte im Jahr 2022 eine Rendite von knapp 27.8%, während Pensionskassenportfolios gemäss UBS-PK-Performance im Durchschnitt einen Rückgang von rund 9.6% verzeichneten.

*Yanick Hauser,
Leiter Kapitalanlagen,
Pensionskasse Stadt St. Gallen*

¹ Die vollständigen Ergebnisse sind bei den Autoren erhältlich.

Weniger Komplexität, mehr Rendite

Datenquelle: DIVAS Asset Management AG



Ergebnisse der Simulation mit monatlicher Rebalancierung für alle Zeitreihen. Der Pictet-Index wird durch die Verknüpfung der Indizes Pictet 2000, 2005 und 2015 (sobald verfügbar) berechnet. Immobilien Schweiz werden mit dem SWIIT und Managed Futures mit dem SG-Trend-Index abgebildet.

	Rendite p.a.	Volatilität
40%/30%/15%/15%	4.4%	6.0%
40%/60%	3.8%	6.0%
Pictet-40	2.9%	6.7%

sondern entkoppeln sich in Krisenzeiten. Ihr negatives Aktien-Beta macht sie zu einem besonders wertvollen Instrument zur Reduktion von Drawdowns.

Managed Futures bieten nicht nur attraktive Renditen, sondern entkoppeln sich in Krisenzeiten.

Kombination aus Aktien, Anleihen, Immobilien und Managed Futures repliziert werden.

Praxisrelevante Schlüsse

Die MVS-Test-Ergebnisse bestätigen einerseits die Kritik von Ennis an zu breit diversifizierten Asset-Allokationen aus Sicht von Schweizer Pensionskassen. Andererseits konkretisieren sie, welche Anlageklassen signifikanten Mehrwert bieten: Immobilien Schweiz und Managed Futures.

Mehr Breite – kaum Nutzen

Hingegen zeigt der MVS-Test, dass weitere traditionelle Anlagen die Effizienzgrenze nicht erweitern – unabhängig davon, ob Fremdwährungsrisiken abgesichert wurden oder nicht. Geprüft wurden verschiedene regionale Aktienindizes, Style-Indizes wie Small Cap, Growth oder Value sowie globale Indizes für Staats- und Unternehmensanleihen.

Diese Resultate hängen stark vom untersuchten Zeitraum (1999 bis 2024) ab. Das Marktumfeld der vergangenen 25 Jahre mit sinkenden Zinsen und einer negativen Korrelation zwischen Aktien und Anleihen begünstigte klassische Aktien-Bond-Portfolios. Künftig ist fraglich, ob Anleihen diese Schutzfunktion im gleichen Masse erfüllen werden. Umso wichtiger dürfte somit eine robuste Diversifikation sein und die Berücksichtigung von Anlageklassen wie Managed Futures, die alternative Renditequellen abschöpfen und sich in Krisenzeiten abkoppeln können. |

Auch alternative Anlagen wie Private Equity, Hedgefonds oder Rohstoffe liefern nur begrenzten Nutzen. Zwar führt der MVS-Test bei diesen Anlageklassen teilweise zur Ablehnung der Nullhypothese, doch entstehen die Diversifikationseffekte primär durch Leverage- oder Deleverage-Effekte – verbunden mit tendenziell negativem Alpha. Gold überzeugt zwar mit einer attraktiven langfristigen Rendite, kann im MVS-Test jedoch durch eine geeignete

TAKE AWAYS

- Eine schlanke Asset-Allokation mit vier Anlageklassen genügt, um den relevanten Rendite-Risiko-Raum effizient abzudecken.
- Immobilien Schweiz und Managed Futures liefern signifikanten Mehrwert – insbesondere in Krisenzeiten.
- Zusätzliche Diversifikation in Auslandstitel oder alternative Anlagen bringt kaum substantielle Vorteile.
- Komplexität erhöht Kosten und operatives Risiko, ohne die Portfolioeffizienz zwingend zu verbessern.



Olivier Schmid

Dr. oec. HSG, Portfolio-Manager
DIVAS Asset Management AG



Patrick Wirth

Dr. oec. HSG, Portfolio-Manager
DIVAS Asset Management AG