

## Steuerung der Asset Allocation: regelbasiert oder dynamisch

# Was ist der Königsweg für Pensionskassen?

Richtungslose Märkte und hohe Volatilität lassen die Diskussion über erfolgversprechende Möglichkeiten zur Steuerung der Asset Allocation vermehrt ins Zentrum rücken. Gibt es dabei einen Königsweg für Pensionskassen? Nachfolgend eine kleine Auslegeordnung der grundsätzlichen Konzepte.

Spätestens seit der Entwicklung der modernen Portfoliotheorie ist klar, dass ein diversifiziertes Portfolio vorteilhaft ist und Anlagerisiken reduziert. Seither ist das Konzept der strategischen Asset Allocation (SAA) als Ausgangsbasis für ein erfolgversprechendes Portfoliomanagement unbestritten. In der langen Frist ist die SAA für den mit Abstand grössten Anteil an der Performance verantwortlich. Wenn es also eine Methodik gibt, erfolgreich an den Stell-schrauben der SAA zu drehen, wäre die Wirkung auf die Performance sehr gross.

Es ist deshalb verständlich, dass es nicht an Konzepten und Rezepten fehlt, wie die strategische Vermögensaufteilung geschickt gesteuert werden kann mit dem Ziel, die Gesamterträge zu verbessern. In einem Marktumfeld, wo langfristig tiefe Renditen zu erwarten sind, ist jeder zusätzliche Performancetreiber hoch willkommen.

In der Diskussion unter institutionellen Investoren, nach welchen Kriterien das Portfolio umgeschichtet – sogenannt rebalanced – werden soll, sind zwei Hauptlager auszumachen: Anhänger eines regelbasierten Vorgehens versus solche, die Umschichtungssignale mittels Vorhersagemodellen eruieren. Weil die Abgrenzung im Detail oft unklar ist, entsteht jedoch immer wieder eine gewisse Konfusion, da die Methoden auch fließend ineinander übergehen können.

### Regelbasiertes Rebalancing

Viele Pensionskassen setzen auf eine regelbasierte Umsetzung ihrer Asset Allo-

cation, das heisst, sie ändern ihre Vermögensaufteilung konsequent nach vordefinierten Kriterien. Ein sehr häufig gewählter Ansatz sind Bandbreiten, die pro Anlageklasse um die SAA herum gesetzt werden. Umschichtungen finden nur dann statt,

#### In Kürze

- > Viele Pensionskassen setzen auf eine regelbasierte Umsetzung ihrer Asset Allocation
- > Vor allem Banken und Vermögensverwalter versuchen, die statischen, regelbasierten Methoden zu dynamisieren

wenn die obere oder untere Bandbreite verletzt wird, also unbesehen von Marktprognosen. Dieser Ansatz ist einerseits kostengünstig, weil er kein Research verlangt, andererseits einfach zu verstehen und zu kontrollieren. Er hat auch eine antizyklische Wirkung, da Anlageklassen verkauft werden, die stärker gestiegen sind, und solche zugekauft werden, die relativ zur Schwäche neigen.

Es gibt weitere regelbasierte Methoden, die angewendet werden, so beispielsweise ein kalenderbasiertes Vorgehen, bei dem strikt per Quartals- oder Semesterende um-

geschichtet wird. In diese Kategorie gehören auch Buy-and-hold-Ansätze – man schichtet grundsätzlich überhaupt nie um – oder CPPI-Ansätze, wo Höchstgewichtungen von Anlageklassen nach vorgegebenen Formeln berechnet und daraufhin umgeschichtet werden.

All diesen Methoden liegt die Überzeugung zugrunde, dass die Prognosefähigkeit von Modellen oder Vermögensverwaltern ungenügend ist, da der Markt zu effizient funktioniert (Efficient-Market-Hypothese).

### Kritik an regelbasiertem Vorgehen

Die Kritik an den regelbasierten Methoden setzt vor allem an zwei Punkten an. Erstens ist es offensichtlich, dass die Resultate regelbasierter Systeme vom Trendverlauf der Märkte abhängig sind. CPPI- und Buy-and-hold-Ansätze sind vorteilhafter in stetig steigenden Märkten. Bandbreiten und strikt datumsbasierte Ansätze wiederum zahlen sich bei fluktuierenden Märkten besser aus.

Zweitens ist aus den Krisenerfahrungen der jüngsten Zeit auch die These von effizient funktionierenden Märkten wieder stark unter Beschuss geraten. Hohe Volatilität, Illiquidität und staatliche Eingriffe lassen Zweifel darüber aufkommen, ob die Preisbildung wirklich jederzeit rational stattfindet. Es deutet wieder mehr darauf hin, dass ausbeutbare Marktineffizienzen bestehen.

### Autor

**Daniel Dubach**  
Inhaber  
Dubach Advisory



SA-21

### Vorhersagebasiertes Rebalancing

Prognosebasierte Vorgehensweisen sind hierzu die Alternative, obwohl sich ihre Überlegenheit in Zahlen kaum dingfest machen lässt. Vor allem Banken und Vermögensverwalter, die auf ihre Researchabteilungen aufbauen können, versuchen, die statischeren, regelbasierten Methoden zu dynamisieren. Sie versuchen mit Prognosemodellen, die Renditen und Volatilitäten zu schätzen und einen Mehrwert herauszuholen. Wie bei allen aktiven Managementansätzen liegt die Schwierigkeit darin, ob das Vorhersagemodell tatsächlich langfristige Prognosekraft besitzt. Wenn ja, lohnt sich der Einsatz und führt durch erfolgreiches Timing zu überdurchschnittlichen Gesamtrenditen. Empirische Daten zeigen allerdings, dass taktische Asset Allocation (TAA) und dynamische Asset Allocation (DAA) oft zu keinen besseren Resultaten führen als regelbasierte Ansätze.

Die angewandten Methoden sind sehr vielfältig und reichen von Bewertungen unter starkem Einbezug von Teamentscheidungen bis zu rein statistischen Faktormodellen, bei denen der «menschliche» Entscheidungsfaktor möglichst ausge-

### Strategische Asset Allocation (SAA)

Die SAA ist die langfristige strategische Vermögensaufteilung einer Pensionskasse und dient ihr gleichzeitig als Benchmark. Sie ist nicht abhängig von kurzfristigen Marktschwankungen, sondern richtet ihren Blick auf die finanzielle Situation der Pensionskasse und langfristige Renditeschätzer pro Anlageklasse. Ihre Passgenauigkeit wird mittels einer Asset-Liability-Studie, bei der insbesondere auch die versicherungstechnischen Parameter miteinbezogen werden, regelmässig überprüft. Die SAA ist ein statisches Konzept, deren Rendite aus dem Beta, dem Marktexposure, stammt.

### Dynamische Asset Allocation (DAA)

Bei der DAA versucht man mit einem mittelfristigen Zeithorizont von drei bis fünf Jahren Einfluss auf die Portfoliozusammensetzung zu nehmen. Dabei ist der Blick nicht auf die individuelle Kassensituation, sondern auf die strukturellen Änderungen der Finanzmärkte gerichtet. Entscheidungskriterien sind beispielsweise Risikoprämien, Korrelationsschätzungen und Bewertungen von Anlageklassen. Damit wird die Vermögensaufteilung graduell dem sich ändernden makroökonomischen Umfeld angepasst, und es werden allenfalls neue Anlageklassen dazugenommen oder bestehende weggelassen.

### Taktische Asset Allocation (TAA)

TAA-Ansätze sind kurzfristige Strategien mit dem Ziel, durch richtiges Timing der Ein- und Ausstiegszeitpunkte in Anlageklassen Mehrwert gegenüber der Benchmark (SAA) zu erzielen. Diese Outperformance, das Alpha, ist das Geschick des Vermögensverwalters, richtige Entscheide zu treffen.

schlossen wird. In dieser Hinsicht ähnelt eine solche Vorhersage fast wieder einem regelbasierten Modell.

### Viele Wege führen nach Rom

Welcher Ansatz für eine Pensionskasse der geeignete ist, hängt von vielen Faktoren und organisatorischen Prädispo-

sitionen ab. Oft lässt sich in der Praxis auch eine Kombination regel- und prognosebasierter Ansätze beobachten. Eine allgemein gültige Antwort für alle Problemstellungen und Marktphasen scheint es, bisher zumindest, nicht zu geben. ■

Details zur Arena 4 siehe Seite 57.



Das Premium-Fachmagazin für Entscheider

- Management
- Finanzen & Vorsorge
- Marketing & Verkauf
- Recht
- Mensch & Arbeit
- ITC & Technik
- Bildung & Wissen
- Innovationsmanagement

Wissen kann man  
abonnieren.

An verfügbarem Wissen mangelt es nicht. Aber an effizienten Möglichkeiten, sich dieses Wissen zu erschliessen. Das «KMU-Magazin» ist der Weg dazu.

Jahresabonnement: CHF 153.75  
inkl. 2,5% MWST, sowie freiem Archivzugang  
und unbeschränktem Download.  
10 Ausgaben pro Jahr.

abo@kmu-magazin.ch  
www.kmu-magazin.ch

«KMU-Magazin»  
Bahnhofstrasse 17, 9326 Horn  
Tel. 071 846 88 73