

## Managerselektion als Erfolgsfaktor

# Mehrendite ohne zusätzliche Wertschwankungsreserven

In ineffizienten Aktienmärkten liegt noch unausgeschöpftes Potenzial. Pensionskassen sollten diese Zusatzrendite im Nullzinsumfeld für ihre Versicherten erwirtschaften.

Pensionskassen haben ein Problem: Im Nullzinsumfeld übersteigen die Sollrenditen die zu erwartenden Renditen auf den Kapitalanlagen deutlich. Die Kassen versuchen diese Kluft mit Anpassungen bei der Allokation der Kapitalanlagen zu mindern, etwa durch eine Erhöhung der Sachwertquote zu Lasten von Nominalwerten.

Die Sachwertquote verspricht mehr Rendite, geht aber auch mit höheren Risiken einher. Sie kann nur dann angehoben werden, wenn die dafür notwendige Risikofähigkeit gegeben ist. Zwar weisen privatrechtliche Pensionskassen per Ende 2015 im Durchschnitt einen technischen Deckungsgrad von rund 111 Prozent aus, doch der dieser Berechnung zugrunde liegende technische Zins beträgt immer noch hohe 2.5 Prozent und die biometrischen Grundlagen entsprechen mehrheitlich nicht den neusten Erkenntnissen. Eine weitere Reduktion des technischen Zinses und ein Wechsel auf Generationentafeln würden die Sollrendite senken. Doch dadurch verminderte sich ohne Senkung des Umwandlungssatzes auch der Deckungsgrad und somit die für eine Erhöhung der Sachwertquote erforderliche Risikofähigkeit.

### Abkehr vom rein passiven Denken

Für viele Schweizer Vorsorgeeinrichtungen ist das ein scheinbar auswegloses Dilemma. Gibt es Alternativen, um die erwarteten Kapitalerträge ohne zusätzlich erforderliche Schwankungsreserven zu steigern? Wir denken ja.

Pensionskassen haben den Anteil passiv verwalteter Kapitalanlagen in den letzten zehn Jahren massiv erhöht. Passivanlagen sind im Grunde genommen einfach strukturierte Portfolios, deren

Wertschriften lediglich nach dem Kriterium Marktkapitalisierung selektiert werden. Dies erfolgt im Glauben, mit grossen kotierten Unternehmen oder grossen Schuldern langfristig die beste Performance zu erzielen. Zahlreiche Studien belegen, dass alleine mit der gegenteiligen Strategie, also der Auswahl kleinerer Unternehmen und Schuldner, eine deutlich höhere Rendite erwirtschaftet werden kann.

Die Gründe für die zunehmende Passivierung von Kernanlagen waren hauptsächlich ungenügende Resultate von aktiven Vermögensverwaltern, die anspruchsvolle Selektion der Manager und die tieferen Kosten passiver Anlagen. Solange die drei grössten Anlagekategorien genügend Ertrag abwarfen, sahen sich Pensionskassen auch nicht genötigt, durch aktives Management innerhalb der Anlageklassen eine zusätzliche Rendite anzustreben. Heute muss diesem Thema jedoch Beachtung geschenkt werden. Wesentlich dabei ist, dass Selektivität als Renditequelle keine zusätzlichen Wertschwankungsreserven erfordert – dies im Gegensatz zu einer Erhöhung der Aktienquote.

### Vier Erfolgskriterien

Was muss bei der Auswahl aktiver Manager von Aktienmandaten berücksichtigt werden? Die folgenden vier Kriterien können als Orientierungshilfe dienen:

1. Prognosefähigkeit: Asset Manager überschätzen oft ihre Prognosefähigkeit. Voraussagen, die sich als richtig erwiesen haben, werden gerne als Marketinginstrument eingesetzt, weniger gute werden ausgeblendet. Auf eine klare Fokussierung der Prognosen ist zu achten, denn

kein Vermögensverwalter kann alle Marktsegmente verlässlich einschätzen. Quantitative Ansätze stützen in der Regel nicht auf Prognosen ab, sondern nutzen allein auf Basis öffentlich verfügbarer Daten Markteffizienzen aus.

2. Verwendung des Risikobudgets: Portfoliomanager neigen dazu, auch dort Risiken einzugehen, wo ihr Ansatz keinen Mehrwert bringt. Wer dem Kunden einen Mehrwert durch die Selektion von Aktien verspricht, sollte Länder-, Sektor- und Währungsrisiken neutral gegenüber der Benchmark halten und dem Kunden aufzeigen können, dass die relative Performance effektiv durch Titelselektion und nicht durch Residualrisiken erzielt wurde.

3. Strukturierter Anlageprozess: Ein strukturierter Prozess sollte vor allem regelgebundene, anstatt emotional gesteuerte, von Einzelpersonen getriebene oder arbiträre Entscheidungen bewirken.

4. Differenzierung zwischen effizienten und ineffizienten Märkten: Es gibt verlässliche quantitative Methoden zur Messung der Effizienz von Aktienmärkten. Solche Analysen zeigen auf, wo sich ein aktives Portfoliomanagement lohnen kann – und wo nicht. Diese Differenzierung ist wichtig, denn oft werden Kunden auch aktive Anlagelösungen für höchst effiziente Märkte wie die amerikanischen Blue Chips angeboten. Zu den ineffizienten Aktienmärkten zählen wir nicht nur die Frontier und Emerging Markets, sondern auch die Schweiz, Europa sowie weltweit das ganze Segment der Small und Mid Caps. **I**



**Martin Glässer**

lic. oec. publ., CEFA,  
eidg. dipl.  
Pensionskassenleiter,  
Senior Portfolio Manager  
PARSUMO Capital

Bien sélectionnés, les gérants de fortune sont un facteur de succès

# Générer plus de rendement sans augmenter les réserves de fluctuations

Les marchés actions inefficients comportent un potentiel encore inexploité. Les caisses de pensions devraient s'approprier ce rendement supplémentaire pour leurs assurés dans un environnement de taux nuls.

Les caisses de pensions ont un problème: dans un environnement de taux nuls, les rendements nécessaires dépassent largement les rendements anticipés. Les caisses tentent de combler la faille au niveau de l'allocation des fonds de placement en privilégiant par exemple les valeurs réelles au détriment des valeurs nominales.

Une hausse de la quote-part de valeurs réelles promet plus de rendement, mais elle implique aussi plus de risque et n'est donc possible que si la capacité d'exposition est adéquate. Il est vrai qu'à fin 2015, les caisses de pensions de droit privé faisaient état d'un degré de couverture moyen élevé de 111%, mais le taux technique sous-tendu est toujours très haut (2.5%) et les bases biométriques ne sont souvent pas au faite de l'actualité. Une nouvelle réduction du taux technique et le passage aux tables générationnelles permettraient de diminuer le rendement nécessaire. Mais sans baisse simultanée du taux de conversion, il en résulterait une diminution du degré de couverture et donc aussi de la capacité d'exposition nécessaire pour renforcer l'engagement dans les valeurs réelles.

## Tourner le dos à une approche purement passive

Le dilemme semble sans issue pour de nombreuses institutions de prévoyance suisses. Existe-t-il des solutions pour augmenter le revenu anticipé sur les capitaux sans devoir étoffer les réserves de fluctuations de valeurs en contrepartie? Nous pensons que oui.

Au cours des dix dernières années, les caisses de pensions ont développé un engouement marqué pour les placements à gestion passive. Les placements à gestion

passive sont en fait des portefeuilles structurés dont les titres sont sélectionnés sur la base du seul critère de la capitalisation boursière, l'idée étant que sur le long terme, on obtient la meilleure performance avec les grandes entreprises cotées ou des débiteurs importants. De nombreuses études documentent que rien qu'en faisant exactement le contraire, en ne sélectionnant donc que des entreprises et des débiteurs plus petits, on parvient à dégager un rendement nettement plus élevé.

La popularité grandissante de la gestion passive des placements clés a plusieurs raisons: les résultats décevants des gérants de fortune actifs, la procédure exigeante que nécessite la sélection des gérants, et le coût moins important des placements passifs. Et aussi longtemps que les trois principales catégories de placement dégageaient suffisamment de revenu, les caisses de pensions ne voyaient pas la nécessité d'aller chercher du rendement supplémentaire par une gestion active. Mais dans la situation actuelle, il faut y penser. Et la bonne nouvelle, c'est que la sélectivité en tant que source de rendement ne nécessite pas de réserves de fluctuations de valeurs supplémentaires, contrairement à une augmentation de la quote-part actions.

## Quatre critères de succès

A quoi faut-il faire attention lorsqu'on choisit les gérants d'un mandat d'actions actif? Voici quatre critères qui peuvent servir de repère:

1. Capacité de prévision: Les gérants de fortune ont tendance à surestimer leurs facultés de prévision. Si ces prévisions ont été correctes, on aime s'en servir comme outil de marketing, dans le

cas contraire, on les tait volontiers. Ce qui compte, c'est que les pronostics soient clairement ciblés, car aucun gérant de fortune ne peut donner une analyse fiable de tous les segments du marché. Les approches quantitatives ne se fondent généralement pas sur des pronostics, mais exploitent les inefficiences du marché sur la base de données disponibles publiquement.

2. Utilisation du budget de risque: Les gérants de portefeuilles ont tendance à encourir des risques même quand leur approche n'apporte pas de plus-value. Lorsqu'on promet au client une valeur ajoutée par la sélection d'actions, on devrait s'assurer de la neutralité des risques de pays, de branche et de monnaie par rapport au benchmark et être en mesure de prouver au client que la performance relative a effectivement été dégagée par la sélection des titres et non par des risques résiduels.

3. Processus de placement structuré: Un processus de placement devrait avant tout provoquer des décisions sur la base de règles, et non sur la base des réactions émotionnelles ou des décisions arbitraires de personnes individuelles.

4. Différenciation entre marchés efficients et inefficients: il existe des méthodes fiables pour mesurer l'efficacité des marchés boursiers. De telles analyses montrent où la gestion active d'un portefeuille peut apporter quelque chose – et où il vaut mieux s'abstenir. Cette différenciation est importante, car souvent on propose aux clients des solutions de placement actives même pour des marchés hautement efficients tels que les titres américains de premier ordre. Les marchés boursiers inefficients n'englobent pas seulement les marchés frontières et émergents, mais aussi la Suisse, l'Europe et à l'échelle mondiale, tout le segment des petites et moyennes capitalisations. **I**

**Martin Glässer**