

**Research Paper Nr. 3 / 2014**

**Strategie, Taktik oder Stockpicking?**



## Management Summary

In diesem Research Paper zeigen wir eine Analyse auf Basis von 41 kleinen, mittleren sowie grossen Schweizer Pensionskassen. Es wird die Frage beantwortet, welche Bedeutung die Wahl der Strategie, die taktische Steuerung des Vermögens und die Titelselektion auf das Anlagere-sultat von Schweizer Institutionellen Anlegern hatte. Unsere Analyse mit Daten ausschliesslich von Schweizer Institutionellen Anlegern liefert eine Ergänzung zu früheren empirischen Arbeiten.

Obwohl mehrere Pensionskassen eine Outperformance relativ zur Anlagestrategie erzie-len konnten, bestätigt unsere Analyse die Resultate früherer Studien, dass im Durchschnitt nach Abzug sämtlicher Kosten gegenüber einer indexierten Umsetzung kein Mehrwert erwirtschaftet wurde. Über drei Jahre konnte im Durchschnitt durch die taktische Gewichtung ein geringer Mehrwert erwirtschaftet werden, wohingegen der Beitrag aus der Titelselektion im Durchschnitt negativ war. Unsere Untersuchung bestätigt ebenfalls das Ergebnis früherer Untersuchungen, dass der dominante Teil des Portfoliorisikos durch die Anlagestrategie erklärt werden kann.

Die Aussage dieser und früherer Studien ist nicht, dass die Vermögensverwaltung keine wichtige Tätigkeit ist. Die Studien sollen aufzeigen wie wichtig es ist, dass die Gremien entspre-chende Zeitbudgets für den Strategieentscheid bereitstellen und einen systematischer Strate-gieprozess verfolgen.

## Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung.....	4
2. Einfluss der Strategie auf die Renditen.....	5
3. Einfluss der Strategie auf das Portfoliorisiko .....	7
4. Fazit.....	8
5. Literatur .....	9

## 1. Einleitung

Die hohe Bedeutung der Anlagestrategie, das heisst die Wahl und die Gewichtung der Anlagekategorien, für den Anlageerfolg wurde bereits Ende der 80er Jahre dokumentiert<sup>1</sup>. Die Studie von Brinson, Hood, Beebower (1986) mit Daten von rund 90 US Pensionskassen ergab, dass im Zeitraum 1974 – 1983 über 90% der Portfoliorisiken durch Strategie erklärt werden konnten. In einem später publizierten Kommentar<sup>2</sup> erklärten die Autoren, dass der für sie unverständlich hohe Zeitaufwand von US Pensionskassen für die Auswahl der Vermögensverwalter der Auslöser für die Studie war. Spätere Untersuchungen<sup>3</sup> haben die hohe Bedeutung der Anlagestrategie bestätigt, wobei diese fast ausschliesslich auf Daten von US Pension Funds bzw. US Mutual Funds basieren. Eine der wenigen Studien mit Schweizer Daten (Publikumsfonds) stammt aus dem Jahr 2002<sup>4</sup>.

In diesem Research Paper zeigen wir eine Analyse auf Basis von 41 kleinen, mittleren sowie grossen Schweizer Pensionskassen. Es wird die Frage beantwortet, welche Bedeutung die Wahl der Strategie, die taktische Steuerung des Vermögens und die Titelselektion auf das Anlageresultat hatten. Die Analyse mit ausschliesslich Schweizer Institutionellen Anlegern liefert eine Ergänzung zu den bestehenden empirischen Arbeiten.

---

<sup>1</sup> Brinson, Hood, Beebower (1986)

<sup>2</sup> Hood (2006)

<sup>3</sup> Siehe Literaturverzeichnis

<sup>4</sup> Drobetz, Köhler (2002)

## 2. Einfluss der Strategie auf die Renditen

Mithilfe einer Performance-Attribution kann die Gesamtrendite als Summe von verschiedenen Renditekomponenten dargestellt werden:

- Rendite der Anlagestrategie als Ausgangslage bzw. Referenz („Strategic Asset Allocation“ oder SAA, nachfolgend „**Anlagestrategie**“)
- Renditebeitrag aus der taktischen Über- / Untergewichtung der einzelnen Anlagekategorien gegenüber den Zielwerten der Anlagestrategie („Tactical Asset Allocation“ oder TAA, nachfolgend „**Taktik**“)
- Renditebeitrag aus der Auswahl der einzelnen Titel in Abweichung zur jeweiligen Benchmark („Security Selection“, nachfolgend „**Selektivität**“)

Anhand der Anlagestrategien, der monatlichen Portfoliobestände sowie der monatlichen Renditen von 41 kleinen, mittleren sowie grossen Schweizer Pensionskassen wurden die Renditebeiträge im Zeitraum Juli 2011 bis Juni 2014 berechnet. Die Resultate sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst:

### Performance Attribution (2011 – 2014)

Renditen			
01.7.2011 - 30.06.2014	Mittelwert	Min.	Max.
Anlagestrategie	19.4%	10.6%	25.8%
Anlagestrategie und Taktik	19.5%	10.9%	26.4%
Anlagestrategie und Selektivität	19.0%	7.8%	24.4%
Portfolio	19.1%	8.2%	24.9%

Berechnungen PPCmetrics AG

Über den Zeitraum von drei Jahren lag die durchschnittliche kumulierte Rendite auf dem Gesamtvermögen der Kassen nach Kosten bei 19.1% (Minimum: 8.2%, Maximum 24.9%), die kumulierten Renditen der Anlagestrategien lagen im Durchschnitt um rund +0.3%-Punkte höher. Im Durchschnitt konnten die Pensionskassen durch die taktische Gewichtung einen Mehrwert von +0.1%-Punkten gegenüber der jeweiligen Anlagestrategie erwirtschaften, wohingegen der Beitrag aus der Titelselektion nach Kosten mit -0.4%-Punkten negativ war.

Die Frage, welcher Anteil der Portfoliorenditen durch die Wahl der Anlagestrategie erklärt werden kann, wird anhand des Renditeverhältnisses (Strategierendite geteilt durch Portfoliorendite) beantwortet. In der Tabelle sind die Resultate früherer Studien sowie unsere Ergebnisse aufgezeigt:

#### Einfluss der Anlagestrategie auf die Portfoliorendite

Studie	Datensatz und Zeitperiode	Einfluss der Anlagestrategie auf das Portfolio
		Rendite*
Brinson, Hood, Beebower (1986)	91 US Pensionskassen (1974 - 1983)	112%
Brinson, Singer, Beebower (1991)	82 US Pensionskassen (1978 - 1987)	101%
Ibbotson, Kaplan (2000)	58 US Pensionskassen (1993 - 1997)	99%
	94 US Anlagefonds (1988 - 1998)	104%
Vanguard (2003)	420 US Anlagefonds (1962 - 2001)	114%
Drobetz, Köhler (2002)	51 CH/D Anlagefonds (min. 1995 - 2001)	134%
<b>PPCmetrics (2014)</b>	<b>41 CH Pensionskassen (2011 - 2014)</b>	<b>102%</b>

\*Strategierendite geteilt durch Portfoliorendite nach Kosten

Unsere Analyse zeigt, dass die Pensionskassen nach Abzug sämtlicher Kosten im Durchschnitt mit der Anlagetätigkeit keinen Mehrwert gegenüber der Strategierendite erwirtschaften konnten, obwohl mehrere Pensionskassen die Strategierendite teilweise deutlich übertrafen<sup>5</sup>.

Die erste Analyse von Brinson, Hood, Beebower (1986) sowie die Folgestudie von Brinson, Singer, Beebower (1991) basieren auf Renditen vor Kosten<sup>6</sup> des SEI Large Plan Universe. Die Studie von Ibbotson, Kaplan (2000) basiert auf Renditen nach Kosten aus dem Morningstar Universum und vergleicht die effektive Rendite mit einer hypothetischen indextierten Umsetzung. Als Kosten für die indextierte Umsetzung wurden jährlich 0.25% angenommen. Die Analysen von Anlagefonds durch Vanguard (2003) auf Basis der CRSP Datenbank und insbesondere durch Drobetz, Köhler (2002) auf Basis von Feri und Lipper Daten zeigen, dass die Portfoliorenditen die Strategierenditen im Durchschnitt nach Kosten deutlich verfehlten<sup>7</sup>.

<sup>5</sup> 17 von 41

<sup>6</sup> Hood (2006)

<sup>7</sup> Dies kann teilweise auf höhere Kosten der untersuchten Anlagefonds zurückgeführt werden.

Mit einer Ausnahme erklärte in allen Studien die Strategierendite mehr als 100% der effektiven Portfoliorendite, d.h. die Portfoliorenditen waren bei allen Stichproben tiefer als die Strategierenditen. Diese Erkenntnis unterstützt die theoretische Aussage von Sharpe (1991), dass Anleger im Durchschnitt die Marktrendite nach Kosten erwirtschaften.

### 3. Einfluss der Strategie auf das Portfoliorisiko

Anhand von Zeitreihenanalysen wird untersucht, welcher Anteil der Portfolioschwankungen auf die Anlagestrategie zurückzuführen ist. Hierbei werden für jedes Portfolio die Portfoliorenditen auf die Renditen regressiert und als Kennzahl das Bestimmtheitsmass („R-Quadrat“) berechnet. Im Anschluss werden die Mittelwerte der Kennzahlen über alle Portfolios berechnet. Die Resultate der früheren Studien sowie unsere Ergebnisse zeigt die folgende Tabelle:

#### Einfluss der Anlagestrategie auf das Portfoliorisiko

Studie	Datensatz und Zeitperiode	Einfluss der Anlagestrategie auf das Portfolio Risiko*
Brinson, Hood, Beebower (1986)	91 US Pensionskassen (1974 - 1983)	94%
Brinson, Singer, Beebower (1991)	82 US Pensionskassen (1978 - 1987)	92%
Ibbotson, Kaplan (2000)	58 US Pensionskassen (1993 - 1997)	88%
	94 US Anlagefonds (1988 - 1998)	81%
Vanguard (2003)	420 US Anlagefonds (1962 - 2001)	77%
Drobotz, Köhler (2002)	51 CH/D Anlagefonds (min. 1995 - 2001)	83%
<b>PPCmetrics (2014)</b>	<b>41 CH Pensionskassen (2011 - 2014)</b>	<b>96%</b>

\* R-Quadrat (Bestimmtheitsmass) einer Regression der Portfoliorenditen gegen die Strategierenditen.

Die erste Studie von Brinson, Hood, Beebower (1986) mit 91 US Pensionskassen über einen Zeitraum von 10 Jahren (1974 – 1983, Quartalsrenditen) ergab, dass durchschnittlich 94% der Variabilität des Portfolios durch die Wahl der Anlagestrategie erklärt werden konnten. Die Folgestudie (1978 – 1987, Quartalsrenditen) mit 82 US Pensionskassen ergab einen Wert von 92%, d.h. auf annähernd einem identischen Niveau. Die Studie von Ibbotson, Kaplan (2000) zeigte auf der Basis von Monatsrenditen ebenfalls hohe Werte für zwei Stichproben: US Pensionskassen 88% und US Anlagefonds 81%. Der tiefere Wert für die Anlagefonds wurde interpretiert als höherer Aktivitätsgrad der Anlagefonds gegenüber US Pensionskassen. Die langfristige Analyse von Vanguard (2003) auf Basis von Monatsrenditen ermittelte ein durchschnittliches R-

Quadrat von 77%. Die Analyse für Anlagefonds in Deutschland und der Schweiz von Drobetz, Köhler (2002) auf Basis von Monatsrenditen kommt auf ein durchschnittliches R-Quadrat von 83%. In unserer Stichprobe liegt das R-Quadrat bei durchschnittlich 96%.

Sämtliche Studien kommen zum Ergebnis, dass die Strategierendite der dominante Faktor in der Erklärung der Portfoliorendite ist. Im Minimum wurden 77% der Portfoliovolatilität durch die Anlagestrategie erklärt.

## 4. Fazit

Die Autoren der ersten Studie hatten die Motivation, die Gremien von US Pensionskassen davon zu überzeugen, aufgrund der hohen Bedeutung für den Anlageerfolg mehr Zeit für die Festlegung der Anlagestrategie zu investieren. Spätere Studien sowie unsere Analyse bestätigen die hohe Bedeutung der Wahl der Strategie auf das Anlageresultat.

Obwohl mehrere Pensionskassen eine Outperformance erzielen konnten, bestätigt unsere Analyse die Resultate früherer Studien, dass im Durchschnitt nach Abzug sämtlicher Kosten gegenüber einer strikten Umsetzung der Anlagestrategie kein Mehrwert erwirtschaftet wurde. Über drei Jahre konnte im Durchschnitt durch die taktische Gewichtung ein geringer Mehrwert erwirtschaftet werden, wohingegen der Beitrag aus der Titelselektion im Durchschnitt negativ war. Unsere Untersuchung bestätigt ebenfalls, dass der dominante Teil des Portfoliorisikos durch die Anlagestrategie erklärt werden kann. Die Ergebnisse früherer Studien sowie unsere Resultate sind in der Tabelle zusammengefasst:

### Studien zum Einfluss der Anlagestrategie

Studie	Datensatz und Zeitperiode	Einfluss der Anlagestrategie auf das Portfolio	
		Rendite*	Risiko**
Brinson, Hood, Beebower (1986)	91 US Pensionskassen (1974 - 1983)	112%	94%
Brinson, Singer, Beebower (1991)	82 US Pensionskassen (1978 - 1987)	101%	92%
Ibbotson, Kaplan (2000)	58 US Pensionskassen (1993 - 1997)	99%	88%
	94 US Anlagefonds (1988 - 1998)	104%	81%
Vanguard (2003)	420 US Anlagefonds (1962 - 2001)	114%	77%
Drobetz, Köhler (2002)	51 CH/D Anlagefonds (min. 1995 - 2001)	134%	83%
<b>PPCmetrics (2014)</b>	<b>44 CH Pensionskassen (2011 - 2014)</b>	<b>102%</b>	<b>96%</b>

\*Strategierendite geteilt durch Portfoliorendite nach Kosten, \*\*R-Quadrat (Bestimmtheitsmass) einer Regression der Portfoliorenditen gegen die Strategierenditen.



## 5. Literatur

Brinson, Gary P., L. Randolph Hood, and Gilbert L. Beebower, 1986. "Determinants of Portfolio Performance". *Financial Analysts Journal*, vol. 42, no. 4, 39 - 44

Brinson, Gary P., Briand D. Singer, and Gilbert L. Beebower, 1991. "Determinants of Portfolio Performance II: An Update". *Financial Analysts Journal*, vol. 47, no. 3, 40 - 48

Drobetz, Wolfgang and Friederike Köhler, 2002. "The contribution of Asset Allocation Policy to Portfolio Performance". *Financial Markets and Portfolio Management*, vol. 16, no. 2, 219 - 233

Hood, Randolph. "Response to Letter to the Editor", *The Financial Analysts Journal* 62/1, January/February 2006

Ibbotson, Roger G., and Paul D. Kaplan, 2000. "Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance?". *Financial Analysts Journal*, vol. 56, no. 1, 26 - 33

Sharpe, William F., "The Arithmetic of Active Management", *Financial Analysts Journal*, January/February 1991, Vol. 47, No. 1, 7-9.

Vanguard Group, 2003. "Sources of Portfolio Performance: The Enduring Importance of Asset Allocation"

## Autoren



### **Dr. Stephan Skaanes**

Partner

Lehrbeauftragter der Universität Zürich und der Fachschule für  
Personalvorsorge



### **Oliver Kunkel**

Senior Consultant

Dozent an der Universität Zürich / CUREM und der  
Hochschule Luzern



Financial Consulting, Controlling & Research

**PPCmetrics AG**

Badenerstrasse 6  
Postfach  
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11  
Telefax +41 44 204 31 10  
E-Mail [ppcmetrics@ppcmetrics.ch](mailto:ppcmetrics@ppcmetrics.ch)  
[www.ppcmmetrics.ch](http://www.ppcmmetrics.ch)

**PPCmetrics SA**

23, route de St-Cergue  
CH-1260 Nyon

Téléphone +41 22 704 03 11  
Fax +41 22 704 03 10  
E-mail [nyon@ppcmetrics.ch](mailto:nyon@ppcmetrics.ch)  
[www.ppcmmetrics.ch](http://www.ppcmmetrics.ch)

Die PPCmetrics AG ([www.ppcmmetrics.ch](http://www.ppcmmetrics.ch)) ist ein führendes Schweizer Beratungsunternehmen für institutionelle Investoren (Pensionskassen, etc.) und private Anleger im Bereich Investment Consulting. Die PPCmetrics AG berät ihre Kunden bei der Anlage ihres Vermögens in Bezug auf die Definition der Anlagestrategie (Asset- und Liability-Management) und deren Umsetzung durch Anlageorganisation, Asset Allocation und Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection). Zudem unterstützt die PPCmetrics AG über 100 Vorsorgeeinrichtungen und Family Offices bei der Überwachung der Anlagetätigkeit (Investment Controlling), bietet qualitativ hochwertige Dienstleistungen im aktuariellen Bereich (Actuarial Consulting) und ist als Pensionskassen-Experte tätig.