



**Investment & Actuarial Consulting,  
Controlling and Research.**



**[www.ppcmetrics.ch](http://www.ppcmetrics.ch)**

Einsatz von Kreditratings bei Vorsorgeeinrichtungen

# Wichtiges Instrument der Governance

Wie können Pensionskassen Ratings optimal einsetzen und welche Funktion können Ratings nicht erfüllen?

Obligationen kommt aufgrund ihrer Anlageeigenschaften eine zentrale Aufgabe im Asset-Liability-Management für Schweizer Vorsorgeeinrichtungen zu.

Zu den wichtigsten Anlageeigenschaften von Obligationen gehören das Zinsrisiko, das Kreditrisiko und bei Anleihen in Fremdwährungen das Währungsrisiko.

Wir stellen bei der Prüfung von Reglementen oder Verträgen immer wieder fest, dass diese betreffend der Verwendung von Kreditratings verbessert werden können. In diesem Artikel zeigen wir auf, welche Aufgaben Ratings für die Steuerung und Überwachung des Kreditrisikos haben und welche Funktionen diese nicht erfüllen können. Im Kasten findet sich eine Checkliste, was beim Einsatz von Ratings zu beachten ist.

## Ratings im Anlagereglement

Wertschriften sind ein Bündel von Anlagerisiken. Die Wertentwicklung einer festverzinslichen Anleihe hängt einerseits von Wirtschaftswachstum, Inflation und Geldpolitik ab. Dies sind Faktoren, die grundsätzlich alle Obligationen betreffen. Andererseits ist die individuelle Situation des Schuldners relevant für die Entwicklung dieser Anleihen. Während der Ertrag für die Anleger der Anleihe auch bei positiver Unternehmensentwicklung über die Laufzeit der Anleihe limitiert ist, kann im Extremfall bei Zahlungsausfall des Schuldners ein Totalverlust entstehen. Insbesondere bei Unternehmensanleihen mit geringer Bonität lässt sich ein Zusammenhang mit den Aktien dieses Unternehmens gut aufzeigen.

Für die Definition der Anlagestrategie ist es wichtig, die in den verschiedenen Wertschriften gebündelten Risiken in einzelne Anlagekategorien zu gliedern und dabei überschneidende Risiken

möglichst zu vermeiden. Ratings sind ein zweckmässiges Instrument, um Anleihen mit hohem Unternehmensrisiko zu identifizieren und von anderen Anleihen zu trennen.

In der Praxis werden Anleihen mit Investment Grade primär als solche verstanden, die aufgrund einer höheren Schuldnerbonität ein geringeres Aktienrisiko haben. Ratings sind weiter geeignet, um für Gegenparteien von Kontoständen oder Derivaten eine Mindestbonität festzulegen. Aus operationellen Gründen kann es zweckmässig sein, die Depotbank von der Mindestbonität auszunehmen.

Durch den Einsatz von Ratings kann ein Stiftungsrat somit unmissverständliche Vorgaben betreffend der Bonität von Schuldern im Anlagereglement verankern und Überschneidungen von Anleihen mit dem Aktienmarkt steuern.

## Ratings bei der Umsetzung der Anlagestrategie

Anlagerichtlinien sind als Teil des Auftrags das zentrale Instrument, um Instruktionen an interne oder externe Vermögensverwaltungen zu geben. Diese sollten nicht dem Anlagereglement widersprechen und ausreichend klar sein, sodass bei mehreren vergebenen Aufträgen ähnliche Portfolios resultieren.

Weiter sollten zwei wichtige Herausforderungen adressiert werden. Zum einen haben nicht alle Anleihen ein Rating einer offiziellen Agentur. Unsere Analyse (siehe Grafik) von mehreren hundert institutionellen Portfolios zeigt, dass der durchschnittliche Anteil von Anleihen ohne Rating bei 0.7% liegt, aber bei Emerging-Market-Portfolios von 0 bis weit über 20% stark variiert. Hier empfiehlt es sich, einen Vermögensverwalter zu verpflichten, für die Titel ohne Rating ein internes Kreditrating zu erstellen.

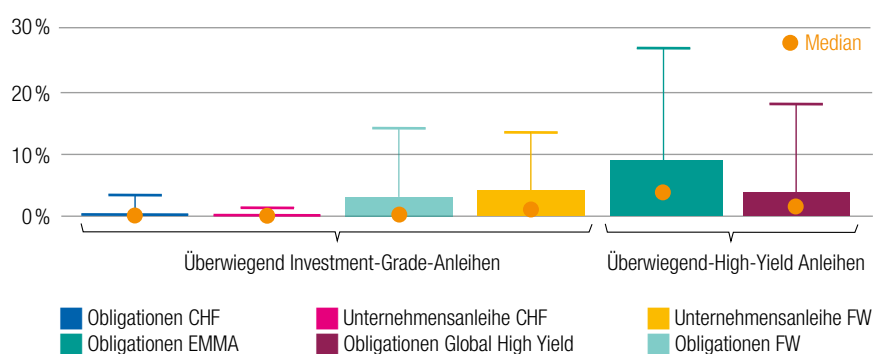
**Oliver Kunkel**  
Partner  
PPCmetrics AG



**Luca Tonizzo**  
Managing Consultant  
PPCmetrics AG



## Anteil nicht-geratete Anleihen im Portfolio (in %) nach Marktsegment



Quelle: PPCmetrics Marktscreen

Die zweite Herausforderung ist der Umgang mit Titeln, die unter das Mindestrating herabgestuft wurden. Besteht ein Handel, kann ein möglichst marktschonender Verkauf vertraglich festgehalten werden. Eine zweckmässige Frist ist hier maximal 90 Tage. Besteht kein regelmässiger Handel oder befindet sich ein Titel im Konkurs (Default), ist der Handlungsspielraum eingeschränkt.<sup>1</sup> In allen drei Fällen wird der Titel aus der Benchmark ausgeschlossen (oftmals zum letzten gehandelten Preis), befindet sich aber weiterhin im Portfolio.

### Kreditanalyse ist entscheidend

Diese Beispiele zeigen die Bedeutung einer Kreditanalyse im Portfoliomanagement auf, da Ratings nicht für alle Titel bestehen und Ratingagenturen negative Events nicht voraussagen.

Eine qualitativ gute Kreditanalyse strebt an, gestützt auf aktuelle Marktinformationen (z. B. Veränderungen der Kreditspreads) und Unternehmensanalysen einen Titel zu verkaufen, bevor dieser von den Ratingagenturen herabgestuft wird. Gestützt auf eine fundierte Kreditanalyse kann ein Vermögensverwalter ebenfalls begründen, warum eine Anleihe weiterhin im Portfolio gehalten werden soll, z. B. bei Titeln mit kurzer Restlaufzeit. In diesem Fall kann eine Ausnahme von den Richtlinien temporär gestattet werden. Die Kompetenz

<sup>1</sup> Zu beachten ist, dass Downgrades insbesondere in turbulenten Marktphasen gehäuft vorkommen können, was den Verkauf entsprechender Papiere zusätzlich erschweren kann.

hierzu kann der Stiftungsrat an einen Anlageausschuss delegieren.

Die Qualität der Kreditanalyse sollte daher bei der Auswahl der Vermögensverwalter ein Kriterium sein. Bei bedeutenden Ereignissen empfiehlt es sich, den Vermögensverwalter zu einer Performance Review einzuladen. Dies gilt sowohl für aktive als auch indexierte Portfolios, da aufgrund der hohen Titelanzahl eine vollständige Replikation der Benchmark nicht möglich oder nicht zweckmässig ist und daher auch bei passiven Mandaten eine Titelauswahl getroffen werden muss.

Kreditratings sind deshalb ein wichtiges Instrument der Governance, aber kein Allheilmittel gegen Anlageverluste. Ratings ersetzen keinesfalls die Kreditanalyse in der Vermögensverwaltung.

### Ratings im Investment Controlling

Schliesslich ist es für den Stiftungsrat wichtig, eine Überwachung der Anlage-tätigkeit zu installieren, die eine stufen-gerechte, neutrale und objektive Einschätzung der Anlageleistung ermöglicht. Hierzu gehört einerseits die Kontrolle der Einhaltung des Anlagereglements und der Anlagerichtlinien (Vertrag mit dem Vermögensverwalter). Gestützt auf diese Kontrollen können Verletzungen der Vorgaben durch den Vermögensverwalter identifiziert werden. Ratings dienen hierbei als eindeutiges Mass, d. h. verschiedene mit der Kontrolle beauftragte Firmen kommen zum gleichen Resultat.

Es ist andererseits ein guter Test für eine funktionierende Anlageorganisation, ob der Anlageerfolg klar und ein-

## TAKE AWAYS

- Ratings ermöglichen es, das Anlageuniversum bezüglich Obligationen abzustechen.
- Herausforderungen für die Definition des Obligationenportfolios bilden dabei der Umgang mit Downgrades sowie ungeratete Titel.
- Die Kreditanalyse bleibt ein unverzichtbares Instrument im Obligationenmanagement.
- Ein gutes Reporting dient der Überwachung der Anlagetätigkeit und gibt Aufschluss darüber, auf welche Faktoren eine Über- oder Unterperformance zurückzuführen ist.

deutig auf Entscheide der einzelnen Stufen in der Wertschöpfungskette heruntergebrochen werden kann. Wie eingangs erwähnt, bestehen festverzinsliche Anlagen primär aus Zins-, Kredit- und Währungsrisiken, d. h. ein Vermögensverwalter kann in diesen Punkten von der Benchmark abweichen. Nimmt ein Verwalter dauerhaft mehr Kreditrisiko als die Benchmark, richtet er systematisch das Portfolio auf diese Risikoprämie aus. Anhand eines Faktormodells für Obligationen kann beurteilt werden, ob eine allfällige Überrendite gegenüber der Benchmark mit bekannten Risikoprämien oder durch die individuellen Fähigkeiten des Asset Managers erzielt werden konnte. █

### Checkliste für den Einsatz von Ratings

- Bestehen klare Ratingvorgaben für die festverzinslichen Anleihen?
- Ist ein Marktindex für die Obligationen vorgegeben? Wenn ja, erfüllt dieser die Ratingvorgabe oder bestehen Widersprüche?
- Bestehen Vorgaben für Anleihen ohne Rating? Ist eine Frist definiert für den Fall von Downgrades?
- Besteht ein Mindestrating für Gegenparteien und entspricht dies den aktuellen Marktgegebenheiten? Aus operationellen Gründen kann es zweckmässig sein, die Depotbank von der Mindestbonität auszunehmen.
- Sind Ratingvorgaben in Verträgen gleich oder enger gefasst als im Anlagereglement?
- Bestehen Ratingvorgaben innerhalb von Kollektivanlagen?

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.



Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.



Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.



PPCmetrics AG Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**

