



Klumpenrisiken in Pensionskassenportfolios

# Diversifikation trotzt Tech-Dominanz

Auf die «Magnificent Seven» – Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla – entfielen Ende 2024 rund ein Drittel der US-Aktienmarktkapitalisierung. Für Schweizer Pensionskassen stellt sich die Frage: Wie stark haben die Konzentrationsrisiken zugenommen?

Autoren: **Luca Schneebeli und Lukas Riesen**

Schweizer Pensionskassen streben eine breite Diversifikation und die Erzielung marktkonformer Renditen an. Als Orientierungsgrösse für Anlagestrategie und deren Umsetzung dient die Marktkapitalisierung der globalen Märkte.

Die vorliegende Analyse untersucht, welche Rolle Konzentrationsrisiken in den Portfolios einnehmen und wie sich diese entwickelt haben. Dazu werden die Veränderungen der relativen Anteile der wichtigsten Emittenten von Wertschriften in Schweizer Pensionskassenportfolios über die vergangenen 15 Jahre (2009 bis 2023) betrachtet.

## Zwischen Breite und Ballung

Die Analyse konzentriert sich auf die beiden für Pensionskassen zentralen Anlageklassen: Aktien und Obligationen. Immobilien bleiben aufgrund der Datenverfügbarkeit ausgeklammert. Zu beachten ist, dass bei direkten Immobilieninvestitionen einzelner Kassen durchaus wesentliche Konzentrationsrisiken bestehen können – etwa durch wenige Objekte, geografische Konzentration oder eine geringe Mieteranzahl.

Das in Aktien und Obligationen investierte Anlagevolumen von Pensionskassen wird der Pensionskassenstatistik des Bundesamts für Sozialversicherungen

(BSV) entnommen. Aufgrund der bedeutenden Rolle des inländischen Marktes wird bei Aktien zwischen globalen und Schweizer Titeln sowie bei Obligationen zwischen Franken- und fremdwährungenominierten Schuldtiteln unterschieden. Zur Bestimmung der Anteile einzelner Emittenten im Gesamtportfolio werden zunächst die investierten Volumina pro Anlageklasse erfasst. Innerhalb jeder Anlageklasse erfolgt die Zuweisung auf Emittentenbasis gemäss der Gewichtung repräsentativer, marktkapitalisierungsgewichteter Benchmarkindizes.

Die Grafik zeigt die geschätzten Anteile der fünf grössten Emittenten je Anlagekategorie am Gesamtvermögen der 2. Säule. Die Analyse führt zu folgenden Beobachtungen:

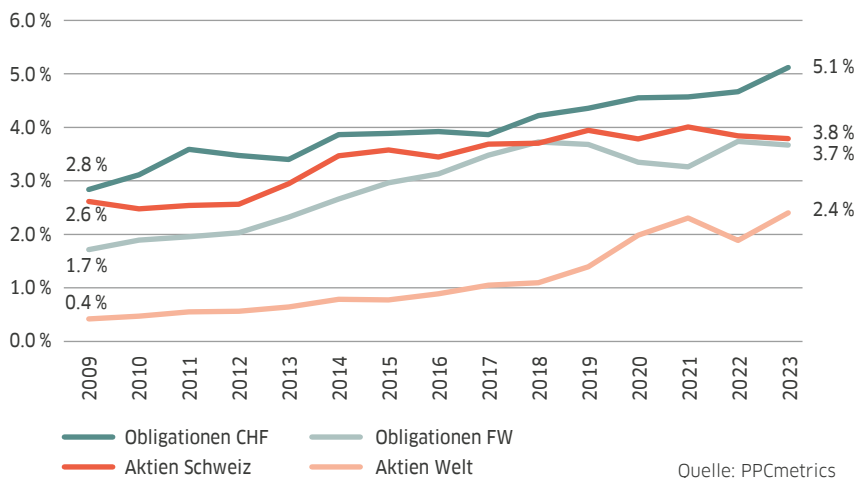
## Aktien Welt

Den grössten prozentualen Anstieg der Konzentrationsrisiken verzeichnet die Kategorie Aktien Welt. Der Aktienanteil der globalen Top-5-Unternehmen stieg im betrachteten Zeitraum von 0.4% auf 2.4% im durchschnittlichen Schweizer Pensionskassen-Portfolio. Anders formuliert: Rund 2.4% des Gesamtvermögens der 2. Säule waren per Ende 2023 in die US-Technologie-Unternehmen Alphabet, Amazon, Apple, Microsoft und Nvidia investiert. Neben der Zunahme der Kon-



**Globale Aktien  
bleiben die  
am wenigsten  
konzentrierte  
Anlageklasse.**

## Anteile Top-5-Emittenten je Anlagekategorie am Gesamtvermögen der 2. Säule



zentration veränderte sich auch die Zusammensetzung der Top-5-Aktien. Im Jahr 2009 gehörten neben Apple und Microsoft – damals noch mit deutlich geringeren Gewichten – auch die beiden Ölkonzerne Exxon und BP sowie die Grossbank HSBC zu den führenden Unternehmen. Trotz der Zunahme bleiben die Konzentrationsrisiken bei globalen Aktienanlagen überraschenderweise immer noch deutlich tiefer als bei den anderen betrachteten Anlagekategorien.

### Aktien Schweiz

Der geschätzte Anteil der Top-5-Unternehmen im Gesamtvermögen der 2. Säule stieg in der Anlagekategorie Aktien Schweiz von 2.6% auf 3.8%. Zwar haben sich die Bewertungen der wichtigsten Schweizer Aktien nicht so stark erhöht, wie dies bei den Aktien Welt der Fall war. Dennoch liegt das Konzentrationsrisiko auf einem deutlich höheren Niveau.

Eine Ursache für die hohen Konzentrationsrisiken ist die kaum veränderte Struktur des Schweizer Aktienmarkts: Mehr als die Hälfte des Schweizer Marktkapitalisierung entfällt auf die fünf grössten Titel (Nestlé, Novartis, Roche, UBS, Zurich Insurance). Der zweite Grund ist die hohe Heimmarkt-Gewichtung. Im Gesamtvermögen der 2. Säule wird rund ein Drittel des Aktienportfolios in Schweizer

Aktien investiert, obwohl deren Marktkapitalisierung nur rund 2% des globalen Volumens ausmacht. Nestlé bleibt somit die gewichtigste Einzelaktie im Gesamtvermögen der 2. Säule, gefolgt von Novartis und Roche.

### Obligations Fremdwährung

Der Anstieg der Konzentration ist hauptsächlich auf die höhere US-Verschuldung zurückzuführen. Bemerkenswert: Auf

## TAKE AWAYS

- Die Konzentration auf globale Top-Aktien hat zugenommen, bleibt jedoch moderat.
- Die Konzentrationsrisiken bei Aktien Schweiz sind deutlich ausgeprägter als bei globalen Titeln.
- Die stärkste Zunahme verzeichnet der Pfandbrief-Anteil.
- Konzentrationsrisiken bleiben ein Thema, erfordern aktuell jedoch keine grundlegende Portfolioanpassung.

## Lehrbuch im Realitätstest

Die auf historischen Daten basierenden Korrelationsannahmen werden oft kritisch diskutiert. Typischerweise wird dabei mit dem Argument «this time is different» behauptet, die Lehrbuch-Korrelationsannahmen seien nicht mehr adäquat.

Natürlich unterliegen Korrelationsannahmen einer Schätzungsgenauigkeit und beschreiben nur generelle statistische Zusammenhänge. Dennoch erweisen sich gewisse Korrelationseffekte in vielen Fällen als erstaunlich stabil. Anschauungsunterricht dazu lieferten die jüngsten Markturbulenzen im Zusammenhang mit der Ankündigung hoher US-Importzölle («Liberation Day»).

Während die Aktienmärkte aufgrund globaler Unsicherheiten stark korrigier-

ten, erwiesen sich Staatsanleihen als robuste Anlageklasse. Gerade die für Schweizer Pensionskassen wichtigen Eidgenossen wiesen in dieser Krise positive Renditen auf. In direktem Zusammenhang mit der Aktienmarktentwicklung dürfte auch der Anstieg der Kreditrisikozuschläge bei Unternehmensanleihen zu sehen sein. Nicht zuletzt wertete sich der Franken – wie bei fast jeder globalen Krise – unmittelbar bei Ausbruch der Markturbulenzen deutlich auf.

Diese Entwicklung entspricht den üblichen Korrelationsannahmen bei den für Pensionskassen zentralen Risikofaktoren wie Aktien, Eidgenossen-Anleihen, Unternehmensanleihen und Schweizer Franken.

US-Staatsanleihen und die Federal National Mortgage Association entfallen zusammen mehr als ein Viertel des Fremdwährungs-Obligationensegments. China und Japan gehören ebenfalls zu den gewichtigen Gegenparteien in dieser Kategorie.

#### *Obligationen Schweizer Franken*

Auch bei Franken-Obligationen hat die Konzentration zugenommen. Der Anteil der Pfandbriefe – ausgegeben von den zwei Emissionszentralen: Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitutione AG und Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken AG – in den Portfolios von Pensionskassen ist von 1.1% auf 2.6% gestiegen. Damit liegt der Anteil der Pfandbriefe höher als jener der globalen Top-5-Aktienanlagen.

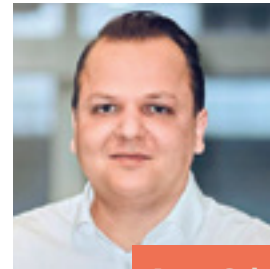
Trotz des geringen Kreditrisikos von Pfandbriefen (seit Erlass des Pfandbriefgesetzes im Jahr 1931 gab es noch nie einen Ausfall) fällt die zunehmende Sektorkonzentration im Bereich Immobilien auf – gerade auch vor dem Hintergrund der gestiegenen Allokationen in Immobilienanlagen selbst. Der Anteil der Schweizer Bun-

desanleihen ist in etwa konstant geblieben. Weitere wichtige Gegenparteien sind Kantone und Kantonalbanken.

#### **Risiken unter Kontrolle**

Trotz der zunehmenden Aufmerksamkeit für die Konzentration von Investitionen in grosse, dominante Unternehmen, lässt sich insgesamt keine dramatische Zunahme der Konzentrationsrisiken in Pensionskassen-Portfolios feststellen.

Die Analyse zeigt: Die Anteile der grössten Unternehmen im globalen und im Schweizer Aktienmarkt haben sich zwar erhöht, diese Veränderungen bleiben jedoch im Kontext einer breiten Diversifikation relativ moderat. Am auffälligsten ist die Zunahme bei den Pfandbriefen (Anstieg von 1.1% auf 2.6%), doch auch diese Entwicklung bewegt sich innerhalb akzeptabler Grenzen. Obwohl die Konzentrationsrisiken in sämtlichen Anlageklassen zugenommen haben, bleiben die Grundprinzipien der Diversifikation intakt. |



**Luca Schneebeli**

Senior Investment Consultant, PPCmetrics



**Lukas Riesen**

CFA, Partner, PPCmetrics

Werbung Publicité



# Afternoon-Series

Jetzt anmelden

**Ausbildungszyklus «Pension Assets»:  
Vermögensbewirtschaftung für Verantwortliche der 2. Säule**

Mit dem Ausbildungszyklus erhalten die Teilnehmenden ein aktualisiertes Wissen in Sachen Vermögensbewirtschaftung, kennen die Wirkungsweisen und das Zusammenspiel der Anlagen, stellen die wichtigen Fragen zur Aktivseite einer Pensionskasse und können eine Anlagestrategie auf ihre Plausibilität beurteilen. Der interaktiv geleitete Workshop unterstützt Sie in Fragen zum Asset Management.



**Mittwoch, 10./17./24. September 2025, Zürich**

Infos und Anmeldung unter [vps.epas.ch](https://vps.epas.ch)

