

Worauf kleine Pensionskassen bei ihren Anlagen achten sollten

# David gegen Goliath

Herausforderungen sind sich Schweizer Pensionskassen gewohnt. Innerhalb der Vorsorgelandschaft betrifft dies insbesondere die kleineren Kassen. Doch wie schneiden sie im Vergleich zu den grossen mit Blick auf die Performance ab? Was sind mögliche Gründe für Performance-Unterschiede und welche Handlungsoptionen bieten sich ihnen?

Der Renditevergleich Klein gegen Gross ist so alt wie die Pensionskassenstudien selbst. Ein Blick auf den Langfristvergleich über die vergangenen 18 Jahre zeigt folgendes Bild: Während Kassen mit einem Volumen von unter 300 Mio. Franken eine jährliche Nettorendite von 2.8 % erwirtschafteten, erzielten jene mit einem Volumen von über einer Milliarde eine Nettorendite von 3.2 %.

Auffallend ist zudem, dass in den schwächsten Anlagejahren 2008, 2011, 2018 und 2022 die Grossen besser abschnitten als die Kleinen.<sup>1</sup>

## Führen Grössenvorteile zu besserer Performance?

Als beliebter, einfacher und logischer Grund für diese Renditedifferenz müssen nicht selten die höheren Vermögensverwaltungskosten kleinerer Vorsorgeeinrichtungen herhalten. In der Tat muss man davon ausgehen, dass die Administrations- und Vermögensverwaltungskosten mit zunehmendem Kassenvolumen sinken.

Diese Vermutung bestätigen verschiedene Studien, die einen inversen Zusammenhang zwischen Gesamtkosten pro Destinatär und Kassengrösse zeigen – je grösser die Kasse, desto tiefer die Kosten. Höhere Vermögensverwaltungskosten könnten somit ein Grund für die tiefere Rendite von kleinen Vorsorgeeinrichtungen sein.

Ein Vergleich der durchschnittlichen, kapitalgewichteten Vermögensverwal-

tungskosten im Zeitraum von 2013 bis 2020 zeigt aber auch, dass die Unterschiede von einigen wenigen Basispunkten zu gering sind, um die tiefere Rendite von 0.4 % kleiner Kassen zu erklären.<sup>2</sup>

## Die Risikofähigkeit bestimmt die Anlagestrategie

Eine weitere Erklärung für die tiefere historische Rendite kleinerer Kassen könnten unterschiedliche Anlagestrategien sein. Denn die Anlagestrategie hat einen wesentlichen Einfluss auf das Risiko-Rendite-Profil der Vorsorgegelder. Studien belegen, dass langfristig rund 80 % der Portfoliorendite durch die Anlagestrategie bestimmt wird. Die übrigen 20 % werden durch die Anlagetaktik, also das kurzfristige Über- oder Untergewichten von Anlageklassen, oder durch die Titelselektion bestimmt.

Die wichtigsten Parameter bei der Definition der Anlagestrategie sind die strukturelle und finanzielle Risikofähigkeit. Vorsorgeverpflichtungen bestehen im Wesentlichen aus dem Vorsorgekapital der aktiven Versicherten und demjenigen der Pensionierten. Je höher der Anteil des Vorsorgekapitals der aktiven Versicherten im Vergleich zu den Pensionierten, desto grösser ist die strukturelle Risikofähigkeit einer Pensionskasse.

## Anlagestrategien im Vergleich

Je höher also die strukturelle und finanzielle Risikofähigkeit einer Kasse,

**Jon Fadri Pitsch**  
Leiter Institutionelle  
Kunden,  
Graubündner  
Kantonalbank (GKB)



**Benno Demont**  
Leiter Investment  
Management,  
Graubündner  
Kantonalbank (GKB)

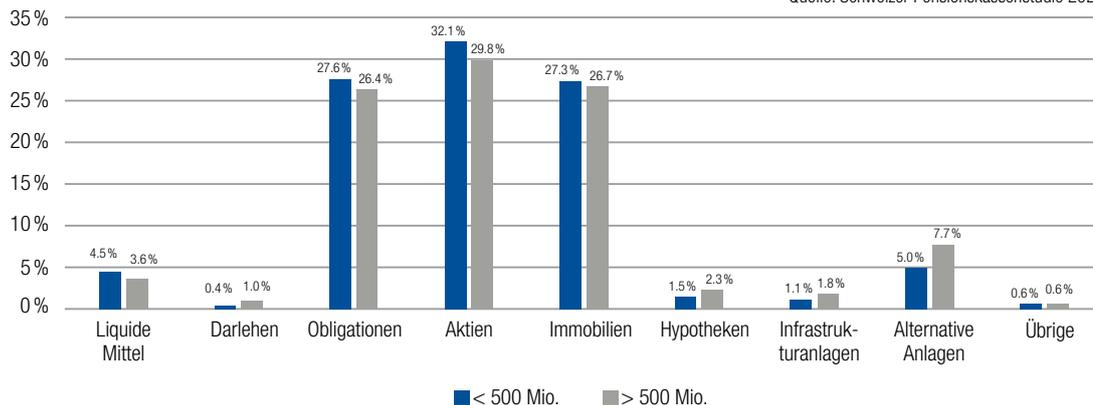


<sup>1</sup> Quelle: UBS Pensionskassen-Performance, Dezember 2023.

<sup>2</sup> Quelle: Schweizer Pensionskassenstudie 2021.

## Kassengrösse und Vermögensverteilung

Quelle: Schweizer Pensionskassenstudie 2023



desto risikoreicher sollte die Anlagestrategie sein. Aus der Schweizer Pensionskassenstudie 2021 ging hervor, dass kleine Kassen in den untersuchten Jahren sogar eine leicht höhere Risikofähigkeit aufwiesen. Doch schöpfen kleinere Pensionskassen ihr Risikobudget bei der Anlagestrategie aus?

Als erstes drängt sich ein Vergleich der Aktienquote auf: Hier fällt auf, dass die Aktienquote von Kassen mit einem Anlagevolumen von unter 500 Mio. Franken mit 32.1% etwas höher ist als bei Kassen mit über 500 Mio. Franken und 29.8% (siehe Grafik). Gleichzeitig ist die Obligationenquote bei kleinen Kassen rund ein Prozent höher als bei grossen Vorsorgeeinrichtungen.

Ob dies nun in der Summe zu einer höheren Ertragsersparnis führt, kann hier nicht abschliessend ermittelt werden. Auffallend ist aber, dass kleine Pensionskassen ein höheres Engagement in den traditionellen Anlageklassen haben – zulasten der alternativen Anlagen. Insgesamt entsteht der Eindruck, dass kleine Kassen eine risikoreichere Anlagestrategie wählen könnten.

### Erschwerter Zugang zu illiquiden Anlagen

Das Gesamtengagement in alternativen Anlagen und Infrastrukturanlagen beträgt bei kleinen Kassen 6.1%, während die grossen auf eine Quote von 9.5% kommen. Dies überrascht nicht: Aufgrund des tieferen Anlagevolumens ist der Zugang zu Privatmärkten (Private Markets) oder Infrastrukturanlagen nicht ganz einfach.

Dennoch ebnen mehr und mehr Evergreen-Strukturen, also Anlagelösungen ohne festgelegte Laufzeit, den Zugang zu Privatmärkten bei tieferen Investitionsbeträgen. So werden Investitionen bereits ab 100 000 Franken möglich. Zudem ist die Handhabung der Investitionen einfacher. Die Investition in eine Evergreen-Lösung erfolgt mit einer einzelnen Einzahlung, wobei das Kapital voll investiert wird. So kann eine Kasse in wenigen Schritten die gewünschte Allokation in Privatmärkten aufbauen.

Kaum ein Thema bei kleineren Kassen sind aufgrund des tieferen Anlagevolumens eigene Immobilien, was eine sinnvolle Diversifikation verunmöglicht. Als Alternative bieten sich Immobilien-Anlagestiftungen an. Im Vergleich zu kotierten Immobilienfonds bieten diese einen höheren Diversifikationsbeitrag im Gesamtportfolio, auch wenn der tatsächliche Grund dafür nur die unterschiedliche Bewertungsmethode dieser beiden Anlagemöglichkeiten ist.

### Wichtige Fragen für kleinere Kassen

Die leicht schwächere langfristige Rendite von kleineren Kassen hat diverse Gründe. Ein Faktor dürfte der schwierigere Zugang zu illiquiden Anlagen und Immobilien sein. Im Rahmen ihres Anlagekonzeptes sollten sich kleinere Kassen daher folgende Fragen stellen:

– Wird das Diversifikationspotenzial illiquider Anlagen wie Private Markets oder Infrastrukturanlagen ausreichend genutzt? Denn gerade in renditeschwachen Anlagejahren stabilisierten diese das Portfolio.

## TAKE AWAYS

- Kleinere Pensionskassen haben im langjährigen Durchschnitt eine etwas tiefere Rendite als grosse. Die leicht höheren Kosten können die tiefere Performance nur zu einem geringen Teil erklären.
- Kleinere Kassen haben etwas mehr Aktien, aber auch mehr Obligationen und weniger illiquide Anlagen.
- Entsprechend sollten sie genauer analysieren, ob sie nicht höhere Anlagerisiken eingehen und sich im illiquiden Bereich über sinnvolle, diversifizierende Anlagegefässe engagieren könnten.

- Sind Immobilien-Anlagestiftungen Teil der Umsetzung? Denn diese sind eine sinnvolle Alternative zu den Direktimmobilien der grossen Kassen.
- Wird im Rahmen der Anlagestrategie das Risikobudget wirklich ausgenutzt? Es gilt nicht nur «There is no free lunch», sondern im Umkehrschluss genauso «There is no lunch without risk». |