

BVV 2-Anlagerichtlinien

Ein Hindernis für den Diversifikationsgrundsatz?

Regelmässig ist aus der Finanzindustrie zu vernehmen, dass die Anlagebegrenzungen, die sich aus den BVV 2-Anlagerichtlinien ergeben, die Vorsorgeeinrichtungen in ein zu enges Korsett zwingen und deshalb mit ökonomischen Opportunitätsverlusten einhergehen. Die BVV 2-Richtlinien seien damit nicht mehr zeitgemäss und durch ein «modernes Risikomanagement» zu ersetzen. Wir stellen diese Kritik auf den Prüfstand.

Autoren: **Ueli Mettler und Stefan Beiner**

Zunächst ist festzuhalten, dass die Anlagerichtlinien in Art. 53ff. BVV 2 zwar eine explizite Aufzählung vornehmen, welche Anlagen das Anlageuniversum bilden sollen, und sich zudem ab Art. 55 BVV 2 zur Frage äussern, welche prozentualen Kategorienbegrenzungen der Gesetzgeber als sinnvoll erachtet. Diese Regulierung hat aber nicht zwingenden Charakter, sondern dient lediglich als Orientierungsrahmen, der auf Basis des sogenannten Erweiterungsartikels von Art. 50 Abs. 4 BVV 2 jederzeit überschritten werden kann.

Erweiterung der Anlagemöglichkeiten in der Praxis

Von dieser Erweiterungsmöglichkeit wird in der Praxis rege Gebrauch gemacht. Alles, was es dafür braucht, ist eine reglementarische Grundlage und jährlich die schlüssige Begründung im Jahresbericht. Über 50 % der Vorsorgeeinrichtungen nutzen

gemäss Swisscanto-Pensionskassenstudie diese Erweiterungsoption. Am häufigsten betroffen sind die Immobilienanlagen, bei denen insbesondere kleinere Vorsorgeeinrichtungen häufig die vom Gesetzgeber empfohlene Quote von 30 % überschreiten.

(Fast) alles ist erlaubt

Die BVV 2-Anlagerichtlinien basieren (somit) auf dem Grundsatz, dass (fast) alles geht. So sind beispielsweise auch Investitionen in Kryptowährungen grundsätzlich möglich. Verboten sind einzig die Nachschusspflicht, die gehebelte Vermögensanlage (und selbst da gibt es in Art. 53 Abs. 5 BVV 2 Ausnahmen dazu) und die über die Wertschwankungsreserve hinausgehende Anlage beim eigenen Arbeitgeber gemäss Art. 57 Abs. 1 BVV 2. Dass auf diese Verbote nicht verzichtet werden sollte, ist einleuchtend.

Diversifikationsdefizite?

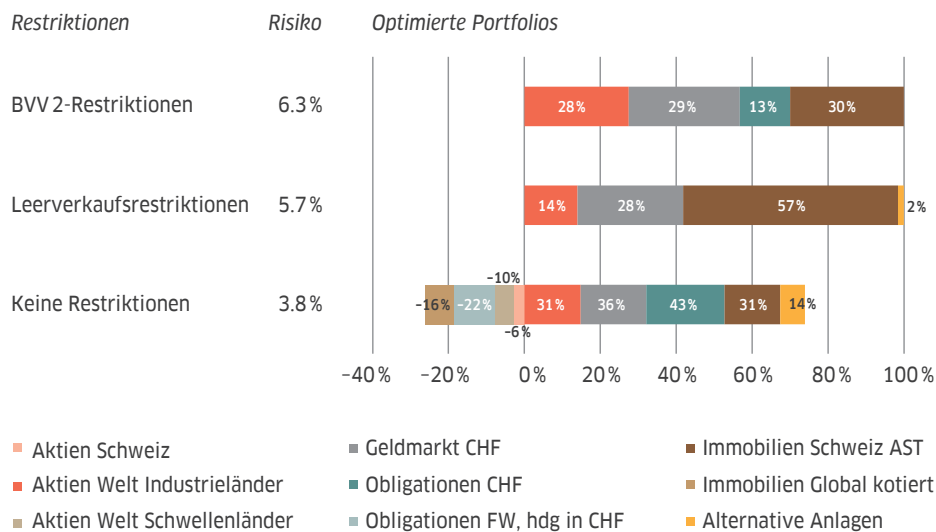
Das Diversifikationsbekenntnis ist einer der tragenden Grundsätze – neudeutsch «Investment Beliefs» – der BVV 2-Anlagerichtlinien: Das in Art. 50 Abs. 3 BVV 2 postulierte Gebot der «angemessenen Risikoverteilung über Anlagekategorien, Regionen und Wirtschaftszweige» ist zwingend zu beachten. Die Einhaltung des Diversifikationsgebots ist denn auch bei Erweiterung der Anlagemöglichkeiten schlüssig darzulegen.

Mit den in Art. 54, 54a und 54b BVV 2 festgehaltenen Einzeltitelbegrenzungen wird das Diversifikationsbekenntnis mittels Limiten konkretisiert.

Die vielen Annahmen für eine Portfoliooptimierung

- Welche Anlageklassen werden dem Optimierer zur Verfügung gestellt? Die Auswahl der Anlageklassen ist grundsätzlich arbiträr. Je mehr Anlageklassen, desto eher neigt der Optimierer zu Extremportfolios.
- Welche Rendite- und Risikoerwartungen werden den ausgewählten Anlageklassen zugeordnet? Die dafür zur Verfügung stehenden Methoden implizieren einen grossen Gestaltungsspielraum.
- Schliesslich kann der Optimierer in den einzelnen Anlageklassen mit Minimum- oder Maximumlimiten belegt werden. Diese Limiten nehmen dann freilich das Optimierungsergebnis schon weitgehend vorweg.

Optimierte Portfolios, mit und ohne Restriktionen



Quelle und Hinweise:

Als Renditeannahmen wurde auf 10-jährige historische Durchschnittswerte abgestellt, die Risikoannahmen entsprechen den c-alm-ALM-Risikoprognosen. Die Kategorie alternative Anlagen wird mit der Subkategorie Hedge Funds abgebildet.

Angesichts dieser expliziten Verankerung des Diversifikationsgrundsatzes erstaunt es umso mehr, dass die unzureichende Diversifikationswirkung des Gesetzes immer wieder moniert wird. Gleichzeitig ist zu betonen, dass allein durch die Einhaltung der BVV2-Limiten noch keine Portfoliodiversifikation gewährleistet ist.

Effizienzdefizite?

Die Kernaussage derjenigen Stimmen, die eine Streichung der BVV2-Limiten und -Einschränkungen fordern, besteht darin, dass ohne die Limiten bei gleichem Risiko eine höhere Rendite, bzw. die Erzielung derselben Rendite mit weniger Risiko möglich sei. Diese Aussage wird auf die nach wie vor populäre Portfoliooptimierung gestützt, die auf einen Beitrag von Harry M. Markowitz aus dem Jahr 1952 zurückgeht.

Die Markowitzsche Optimierungsgleichung muss jedoch mit zahlreichen, in der Infobox erläuterten Annahmen gefüttert werden. Das Optimierungsergebnis ist denn auch nur so gut wie die vielen, reichlich arbiträren Annahmen, die man dem Optimierer zur Verfügung stellt.

Wir machen nachfolgend die Probe aufs Exempel und quantifizieren anhand der Markowitz-Optimierung die «Opportunitätskosten» der BVV 2-Restriktionen. Wir

halten die Variation der Inputparameter überschaubar, wählen einfache Rendite- und Risikoannahmen sowie einen übersichtlichen Anlagekatalog, und suchen nach dem risikominimalen Portfolio mit einer Zielrendite von 4%.

Optimiert wird in drei Schritten: In einem ersten Durchlauf muss das resultierende Portfolio die Limiten gemäss Art. 55ff. BVV2 einhalten, im zweiten Schritt wird nur noch eine Leerverkaufsrestriktion formuliert (sprich die Gewichte der Anlageklassen müssen zwischen 0% und 100% liegen), im dritten Schritt sind auch Leerverkäufe erlaubt. Die Grafik zeigt die resultierenden optimalen Portfolios, sowie das Portfoliorisiko in Form der jährlichen Standardabweichung.

Lässt man dem Optimierer freie Hand, wird ersichtlich, dass der gesunde Menschenverstand rasch auf der Strecke bleibt. Vielleicht erwähnenswert ist das Ergebnis, dass die vom Optimierer ermittelte Risikoreduktion vor allem bei der Aussetzung der Leerverkaufsrestriktionen, nicht aber beim Übergang von den BVV2-Limiten zu den Leerverkaufsrestriktionen erheblich ist. Würde man also der Effizienzargumentation der Optimierung folgen, müsste man konsequenterweise die Aufhebung des Leerverkaufs-/Hebelverbots fordern.

TAKE AWAYS

- Die BVV2-Anlagerichtlinien dienen als effizienter Orientierungsrahmen.
- Sie bauen auf dem Grundsatz der Portfoliodiversifikation auf und bieten dem obersten Organ (auch durch die Erweiterungsmöglichkeit) viel Flexibilität.
- Die Einhaltung der Richtlinien alleine bietet aber noch keine Gewähr für eine diversifizierte Anlagestrategie.

Anlagestrategie als Ergebnis eines ganzheitlichen ALM-Prozesses

Aufgrund der hohen Parametersensitivität der Portfoliooptimierung wird sie von vielen Akteuren als «Garbage in, Garbage out»-Spielerei bezeichnet.

Die Portfoliooptimierung mag einen Beitrag leisten, um bei der Portfoliokonstruktion einen ersten intuitiven Zugang zur Rendite-Risiko-Abwägung zu erhalten, doch entscheidend für eine tragfähige Anlagestrategie sind andere Faktoren: Dazu zählen die gemeinsame Definition, welche Ziele mit dem Anlageportfolio erreicht werden sollen, die vertiefte Analyse des eigenen Risikoprofils sowie die fundierte Auseinandersetzung mit den Rendite-/Risikoannahmen bzw. den diesen zugrunde liegenden Anlagegrundsätzen (Investment Beliefs). ■



Stefan Beiner

Partner c-alm



Ueli Mettler

Partner c-alm