

## Anlagestiftungen im Vergleich

# Neue Performancestudie

Anlagestiftungen sind als kollektive Anlagen insbesondere für schweizerische Vorsorgewerke von grosser Bedeutung. Dank der einheitlichen Reporting Standards der Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen (KGAST) besteht eine hohe Transparenz über die Performance von Anlagestiftungen. Allerdings setzen bisherige Performancestudien in den meisten Fällen die Performance nicht ins Verhältnis zu den eingegangenen systematischen Risiken.

Das Schweizerische Institut für Banken und Finanzen der Universität St. Gallen untersucht in einer neuen Studie<sup>1</sup> die Performance von 13 schweizerischen Anlagestiftungen im Zeitraum Januar 1996 bis Juni 2006. Bei den 13 Anlagestiftungen handelt es sich um die Asset Allocation Access (AAA), Anlagestiftung Winterthur (AWI), Bâloise, Credit Suisse, IST Anlagestiftung, Lombard Odier Darier Hentsch<sup>2</sup>, Patria, Sarasin, Swiss Life, Swissscanto, UBS und die Zürich. Die Studie deckt die Sondervermögen «Obligationen CHF», «Obligationen Fremdwährung», «Aktien Schweiz» und «Aktien Ausland» ab.

### Unterschiedliche Methoden

Bisherige Performancestudien beschränken sich in der Regel auf die Darstellung von Rendite und Risiko. Die Rendite wird dabei in der Regel nicht ins Verhältnis zum Risiko – insbesondere nicht zu den systematischen Risiken – gesetzt.

<sup>1</sup> Die Studie kann am Schweizerischen Institut für Banken und Finanzen der Universität St. Gallen bezogen werden (Telefon 071 224 70 90, E-Mail: andreas.zingg@unisg.ch).

<sup>2</sup> Die Anlagestiftung Lombard Odier Darier Hentsch wurde per Dezember 2006 von der IST Anlagestiftung übernommen.

Ein fairer Vergleich der Anlagestiftungen kann jedoch nur auf Basis von risiko-adjustierten Renditen erfolgen.

In unserer Studie wird mit Hilfe von Mehrfaktormodellen für jede Anlagestiftung eine individuelle und risiko-adjustierte Benchmarkrendite berechnet<sup>3</sup>. Dadurch wird den unterschiedlichen Anlagestrategien und den damit verbundenen individuellen Risikoprofilen der Anlagestiftungen Rechnung getragen. So berücksichtigen die Faktormodelle bei den Obligationen Sondervermögen neben dem Marktrisiko auch unterschiedliche Fristen- oder Bonitätsstrukturen.

<sup>3</sup> Die Methodik und die benutzten Faktoren werden in der Studie detailliert beschrieben.

### Autoren

#### Manuel Ammann

Prof. Dr. oec.,  
Professor für  
Finance an der  
Universität  
St. Gallen, Direktor  
am Schweizerischen  
Institut für Banken  
und Finanzen



Die Modelle zur Analyse der Sondervermögen «Aktien Schweiz» und «Aktien Ausland» enthalten Faktoren, die der Size- und der Value-Prämie Rechnung tragen. Die Faktormodelle für die Sondervermögen «Obligationen Fremdwährung» und «Aktien Ausland» enthalten schliesslich Währungskomponenten, um den möglicherweise unterschiedlichen Währungsallokationen der Anlagestiftungen Rechnung zu tragen. Die Differenz der effektiven Performance zur individuellen und risiko-adjustierten Benchmarkrendite, das sogenannte Alpha, bildet die Basis für die Beurteilung der Performance und den Vergleich der Anlagestiftungen.

### Mehrheit der Anlagestiftungen mit risiko-adäquater Performance

Tabelle 1 zeigt die durchschnittlichen Alphas nach Kosten pro Jahr für die vier untersuchten Sondervermögen. Ein positives Alpha steht für eine Outperformance, ein negatives Alpha für eine Underperformance.

#### In Kürze

- > Mehrheit der Anlagestiftungen mit risiko-gerechter Performance
- > Heikler Schluss von Vergangenheit auf die Zukunft

mance. Allerdings sind nur die mit einem Stern gekennzeichneten Werte statistisch signifikant, das heisst, bei diesen Anlagestiftungen kann mit einer Wahrscheinlichkeit von 90 Prozent ausgeschlossen werden, dass die Out- oder Underperformance zufällig zustande gekommen ist. Nicht signifikante Alphas deuten an, dass die Hypothese einer ausreichenden Ent-



#### Andreas Zingg

lic. oec.,  
Wissenschaftlicher  
Mitarbeiter  
am Schweizerischen  
Institut für Banken  
und Finanzen

**Tabelle 1:**  
Durchschnittliche Out- oder Underperformance (Alpha) nach Kosten pro Jahr

	Obligationen CHF	Obligationen FW	Aktien Schweiz	Aktien Ausland
Asset Allocation Access (AAA)	—	-0.491%	-1.044%	0.682%
Allianz Suisse	-0.253%*	-0.881%*	-0.202%	-0.109%
Anlagestiftung Winterthur (AWI)	-0.785%	-0.337%	-0.984%*	-2.552%
Bâloise	-0.396%	-0.042%	1.174%	—
Credit Suisse	-0.110%	0.709%	-0.955%	-1.783%*
IST	-0.138%	0.558%*	0.677%	-0.215%
Lombard Odier Darier Hentsch	-0.264%	—	-0.755%	0.110%
Patria	-0.118%	-0.117%	-0.331%	-0.386%
Sarasin	-0.284%	-0.123%	-2.968%*	-3.288%
Swiss Life	-0.070%	-1.310%*	0.924%	-3.352%*
Swisscanto	0.132%	1.420%*	-0.004%	-0.770%
UBS	-0.285%	-0.210%	-0.919%*	-1.403%*
Zürich	-0.548%*	—	2.136%*	—

\*Signifikante Alphas

schädigung des eingegangenen Risikos nicht verworfen werden kann. Wir sprechen in einem solchen Fall von einer risiko-adäquaten Performance.

Bei den Sondervermögen «Obligationen Schweiz» weist keine Anlagestiftung eine statistisch signifikante Outperformance auf. Damit lässt sich keine Aussage machen, welche Anlagestiftung in unserem Vergleich am besten abschneidet. Für die Allianz Suisse und die Zürich resultiert dagegen ein signifikant negatives Alpha. Bei diesen zwei Anlagestiftungen wird das eingegangene Risiko im Untersuchungszeitraum nicht adäquat entschädigt. Die übrigen zehn Anlagestiftungen haben eine risiko-adäquate Performance erzielt. Die Performance der Asset Allocation Access kann nicht beurteilt werden, weil für das Sondervermögen «Obligationen Schweiz» dieser Anlagestiftung nur eine sehr kurze Zeitreihe zur Verfügung steht.

Bei den Sondervermögen «Obligationen Fremdwährung» zeigt sich ein erfreuliches Bild. Mit der IST und der Swisscanto erzielen zwei Anlagestiftungen eine signifikante Outperformance und schneiden damit in unserem Vergleich besser ab als die übrigen Anlagestiftungen. Wiederum zwei Anlagestiftungen weisen ein signifikant negatives Alpha auf. Dabei handelt es sich um die Allianz Suisse und die Swiss Life. Der Vergleich umfasst bei den «Obligationen Fremdwährung» nur elf Anlagestiftungen, weil Lombard Odier Darier Hentsch kein entsprechendes Sondervermögen

anbietet und das Produkt der Zürich nicht direkt vergleichbar ist.<sup>4</sup>

Mit einer hohen durchschnittlichen Outperformance von über 2 Prozent pro Jahr schneidet die Zürich bei den Sondervermögen «Aktien Schweiz» in unserem Vergleich am besten ab. Für die AWI, die Sarasin und die UBS resultiert dagegen ein signifikant negatives Alpha. Dabei sticht insbesondere das Resultat der Sarasin Anlagestiftung ins Auge. Mit einer durch-

<sup>4</sup> Die Zürich deckt bei den Obligationen Fremdwährung und den Aktien Ausland nur ausgewählte Anlageregionen ab und verfügt deshalb über kein Sondervermögen mit globalem Anlageuniversum.

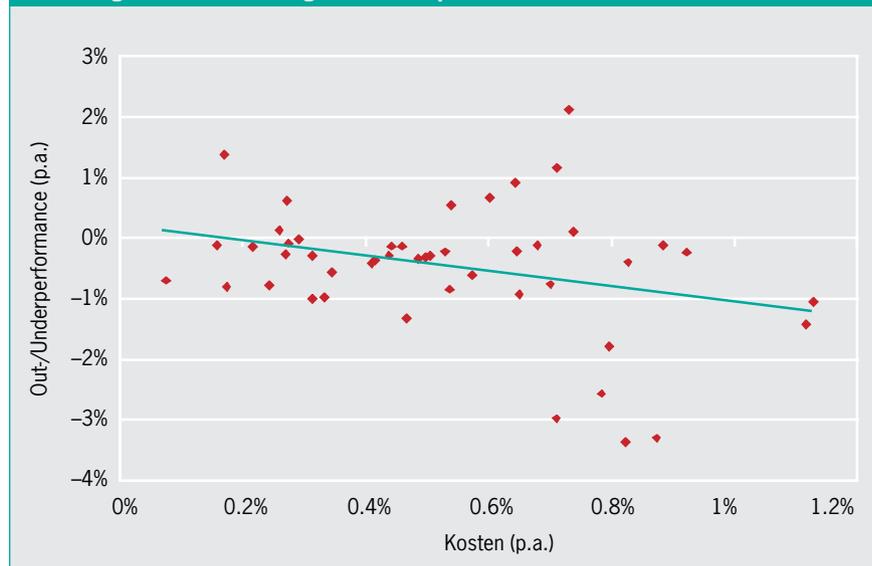
schnittlichen Underperformance von fast 3 Prozent pro Jahr fällt diese Anlagestiftung in unserem Vergleich deutlich ab.

Bei den Sondervermögen Aktien Ausland ist es keiner Anlagestiftung gelungen, eine signifikante Outperformance zu erzielen. Allerdings resultiert für drei Anlagestiftungen ein signifikant negatives Alpha. Die Anlagestiftungen der Credit Suisse, der Swiss Life und der UBS schneiden in unserem Vergleich schlechter ab als die anderen Anlagestiftungen. Der Vergleich umfasst wie bei den Obligationen Fremdwährung nur elf Anlagestiftungen. Die Zeitreihe der Bâloise ist zu kurz für eine faire Beurteilung und die Zürich bietet wiederum kein vergleichbares Sondervermögen «Aktien Ausland» an.

**Kosten kein guter Indikator**

Unsere Studie untersucht auch die Gesamtkosten der Anlagestiftungen. Dabei fällt auf, dass die Kosten der Anlagestiftungen weit weniger transparent sind als die Performance. Deshalb mussten die Gesamtkosten der Anlagestiftungen auf Basis der Geschäftsberichte geschätzt werden. Die Schätzung der Gesamtkosten umfasst die Aufwendungen für die Vermögensverwaltung, Administrations- und Transaktionskosten sowie Zinsen, Steuern und den Sammelposten übrige Aufwendungen. Es gilt zu beachten, dass die Genauigkeit der Schätzungen wesentlich vom Detaillierungsgrad und von der Qualität der Jahresberichte abhängt.

**Abbildung 1: Zusammenhang zwischen Alphas und Kosten**



Hohe Gesamtkosten sind nicht per se als negativ einzustufen. Möglicherweise bieten Anlagestiftungen mit hohen Kosten eine qualitativ bessere Vermögensverwaltung, was wiederum höhere Renditen versprechen lässt. Allerdings zeigt die grafische Auswertung in Abbildung 1, dass zwischen den Gesamtkosten und den Alphas der Anlagestiftungen kein positiver oder neutraler, sondern vielmehr ein negativer Zusammenhang besteht. Anbieter mit hohen Kosten erzielen demnach gemäss unserer Analyse tendenziell eine tiefere risiko-adjustierte Performance.

### Fazit

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die Mehrheit der Anlagestiftungen im Untersuchungszeitraum eine risiko-adäquate Performance erzielt hat. Allerdings resultiert nur für 3 von 47 untersuchten Sondervermögen eine signifikante Outperformance. Bei 10 Sondervermögen wurde dagegen das eingegangene Risiko nicht adäquat entschädigt. Einschränkend muss festgehalten werden, dass es sich hierbei um eine Vergangenheitsbetrachtung handelt. Von der historischen Anlageperformance kann nicht auf die zukünftige

Performance geschlossen werden. Die Selektion von Anlagestiftungen nach ihrer historischen Performance führt deshalb nicht unbedingt zu besseren Renditen in der Zukunft. Aus diesem Grund sollte die Managerselektion nicht ausschliesslich auf der historischen Performance beruhen. Es sollten zusätzliche Beurteilungskriterien herangezogen werden. Eines der Zusatzkriterien könnten gemäss unserer Analyse die Gesamtkosten sein, da Anbieter mit hohen Kosten in der langen Frist tendenziell tiefere risiko-adjustierte Nettorenditen erzielen. ■