

Pensionskasse der
Credit Suisse Group (Schweiz)

Anlagekonzept

Equity

Version 1.1, Juni 2024



Datum	Version	Autoren	Reviewer	Kommentar
31.01.2024	1.0	Bekim Hotnjani Oliver Fässler Christian Fischer	Concept Group	
04.06.2024	1.1	Bekim Hotnjani Oliver Fässler Christian Fischer	Concept Group	Umsetzung Rückmeldungen Concept Group

Inhaltsverzeichnis

Management Summary	4
1 Rahmenbedingungen	10
1.1 Regulation.....	10
1.2 Vorgaben aus ALM und SAA.....	10
1.3 Risiko Vorgaben	12
1.4 Taktikprozess	12
1.5 Anlagestruktur.....	12
1.6 Nachhaltigkeitsvorgaben	13
1.7 Aktuelle Portfoliosituation.....	14
2 Anlageuniversum «Equity».....	15
2.1 Listed Equity	15
2.2 Private Equity	58
3 Abgrenzung.....	75
4 Steuerung und Strategie	76
5 Listed Equity CH	80
5.1 Beschreibung der Anlageklasse	80
5.2 Strategie.....	84
6 Listed Equity DM Non-CH	86
6.1 Beschreibung der Anlageklasse	86
6.2 Strategie.....	90
7 Listed Equity EM	92
7.1 Beschreibung der Anlageklasse	92
7.2 Strategie.....	98
8 Private Equity	100
8.1 Beschreibung der Anlageklasse	100

Management Summary

Anlagekategorie Equity	
Anlageuniversum	<p>Aktien repräsentieren Eigentumsanteile an Unternehmen und sind somit Teil des Eigenkapitals. Ihr Risikoprofil hängt in hohem Mass von der Möglichkeit des Kapitalverlustes ab, der sowohl durch Marktvolatilität als auch durch unternehmensspezifische Gegebenheiten beeinflusst wird.</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Listed Equity sind Beteiligungen an Unternehmen, die ihre Anteile an einer öffentlichen Börse kotieren, um Kapital zu beschaffen. Diese Wertschriften repräsentieren Eigentumsanteile am Unternehmen und sind somit direkt von dessen Geschäftserfolg abhängig. Der Preis des Unternehmens wird durch regelmässigen Handel bestimmt und unterliegt somit erhöhten Marktschwankungen. ▪ Private Equity umfasst Eigenkapital an Unternehmen, die nicht an öffentlichen Börsen quotiert sind. Diese Anlageform ermöglicht Investoren in private Unternehmen zu investieren und an deren Geschäftserfolg zu partizipieren. ▪ Private Equity und Listed Equity sind bezüglich ihrer technischen Kerneigenschaften («Eigenkapital von Firmen») identisch. Jedoch verändert die Börsenkotierung einer Firma die Eigenschaften des Investments bedeutend. Nicht-kotierte Firmen unterliegen weniger regulatorischen Pflichten und müssen ihre Geschäftstätigkeit weniger öffentlich rapportieren. Die höhere Transparenz bei Listed Equity und die Tatsache, dass die Titel einfach gehandelt werden können, macht die Preisgestaltung bei Listed Equity deutlich effizienter im Vergleich zum Privatmarkt. ▪ Die grundlegenden Treiber (Wirtschaftsentwicklung, Inflation, Demographie, etc.) beeinflussen die Private und Listed Equity Märkte gleich, jedoch sind die Effekte in den Privatmärkten träger und schwieriger beobachtbar. <p>Die Anlageklasse Equity zeichnet sich insbesondere durch folgende Eigenschaften aus:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Direkte Teilhabe an Unternehmensgewinnen durch Dividenden und Kapitalwachstum. ▪ Hohe Volatilität (Listed) und hohe Konjunktursensitivität, da die Beteiligung über Eigenkapital an Unternehmen eine direkte Beteiligung am Wachstum der Wirtschaft darstellt. ▪ Ein breit diversifizierbares Universum mit einer Vielzahl von Unternehmen verschiedener Branchen, Grössen und geographischer Märkte. ▪ Je nach Region hohe Liquidität bei Listed Equity mit täglich grossen gehandelten Volumen. Tiefe Liquidität im Fall von Private Equity wobei die Deal Sizes stark variieren. ▪ Starke Sensitivität gegenüber geopolitischen Ereignissen. Jedoch weniger schnell beobachtbar in Privatmärkten. <p>Folgende Instrumente sind zulässig:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Anlagen in kotierte Aktien (Zertifikate) ▪ Anlagen in Private Equity Fonds ▪ OTC- und börslich gehandelte Derivate (Futures, Options, Swaps) auf Aktien und Aktienindizes ▪ Aktienbezogene strukturierte Produkte und Investmentfonds.
Abgrenzung	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Konzept: <ul style="list-style-type: none"> ○ Private Equity: Die Anlageklasse wird in der ersten Version lediglich beschrieben. Die Anlageklasse ist vollständig investiert und die derzeitige Strategie wird zu einem späteren Zeitpunkt neu evaluiert. ○ Equity Opportunistic und Equity Risk Mitigation werden nicht vertieft behandelt. ▪ Anlageklasse: <ul style="list-style-type: none"> ○ Private Equity beinhaltet keine Direktanlagen in private Unternehmen.

Steuerung und Strategie	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Die Strategie zielt darauf ab, die Allokation gemäss der SAA zu investieren und gleichzeitig einen positiven Alpha-Beitrag zu erzielen. ▪ Die Steuerung der Taktischen Asset Allokation (TAA) des Aktienportfolios erfolgt im Rahmen der Investment Decision Organisation (IDO) und fällt unter die Verantwortung der TAA-Group. ▪ Die Steuerung der Manager Selektion des Aktienportfolios erfolgt im Rahmen der IDO und fällt unter die Verantwortung der Manager Selection Group. ▪ Aufgrund der Chancen, die die fundamentale Unternehmensanalyse bietet und der Tatsache, dass die verschiedenen Aktienmärkte unterschiedlich effizient sind, befürwortet dieses Anlagekonzept eine aktive Aktienauswahl, um überdurchschnittliche Renditen zu erzielen.
-------------------------	--

SAA Kategorie Listed Equity CH

Abgrenzung	Titel von Immobiliengesellschaften in Mandaten der Subkategorie Listed Real Estate CH zählen nicht zur Kategorie Equity.												
Marktgrösse	Renditeerwartungen												
1'680 Milliarden CHF	Listed Equity CHF	Expected Return	Volatility										
	PPCMetrics	4.65%	17.5%										
	PKCSG	5.73%	14.98%										
Charakteristika	<p>Marktzugang und Transparenz: Strenge regulatorische Anforderungen stellen hohe Transparenz und leichten Zugang sicher.</p> <p>Liquidität: Die Liquidität ist ausreichend für institutionelle Investoren. Grössere Transaktionen können zu Marktbewegungen führen.</p> <p>Diversifikation: Ein Drittel des Benchmark Portfolios ist im Health Care Sektor. Zudem starker Tilt zu Consumer Staples und Financials. Es besteht eine erhöhte Einzeltitelkonzentration.</p> <p>Volatilität und Risiko: Hohe Volatilität.</p> <p>Politischer Faktoren: Politisch sehr stabil.</p> <p>Währungsrisiken: Aus SAA-Sicht bestehen keine Währungsrisiken, da die Aktien auf Schweizer Franken lauten. Ökonomisch sind die Gewinne von Firmen mit internationaler Vernetzung abhängig von Währungsschwankungen. Je nach Unternehmen bestehen entsprechend hohe Währungsrisiken, die sich über den Aktienkurs ausdrücken (Bsp. SNB Entscheid vom 15. Januar 2015).</p> <p>Nachhaltigkeit und Corporate Governance: Oft führend in Bezug auf Nachhaltigkeit und gute Unternehmensführung.</p>												
Benchmark	100% SIX Swiss Performance Index												
Strategische Ziele	Outperformance des Index von 0.8%.												
Aktuelle Portfoliosituation	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Subkategorie</th><th>Strategical Allocation</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Listed Equity CH</td><td>2.5%</td></tr> </tbody> </table> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Implementation</th><th>Weights</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Listed Eq CH BLK S&M Cap</td><td>0.65%</td></tr> <tr> <td>Listed Eq CH CSAM Idx</td><td>1.85%</td></tr> </tbody> </table>			Subkategorie	Strategical Allocation	Listed Equity CH	2.5%	Implementation	Weights	Listed Eq CH BLK S&M Cap	0.65%	Listed Eq CH CSAM Idx	1.85%
Subkategorie	Strategical Allocation												
Listed Equity CH	2.5%												
Implementation	Weights												
Listed Eq CH BLK S&M Cap	0.65%												
Listed Eq CH CSAM Idx	1.85%												
Implementation	Die Strategie folgt grundsätzlich einem Core, Core-Satellite Ansatz. Thematische Satelliten sind zulässig, unter Einhaltung des üblichen Umsetzungsriskobudgets.												
Risk Management	Keine kategoriespezifischen Vorgaben. Das Umsetzungsriskobudget (Tracking Error) beträgt insgesamt 2.5% p.a.. Dieses wird aufgeteilt in das Allocation Risikobudget sowie das Selection Risikobudget welche jeweils 1.5% p.a. betragen.												
Reporting	Performance & Risk Reporting innerhalb der IDO: TAA Group und Manager Selection Group.												

SAA Kategorie Listed Equity DM Non-CH

Abgrenzung	EM/DM Aufteilung gemäss MSCI Definition; Off-Benchmark Positionen bis zu 15% sind erlaubt.																						
Marktgrösse	Renditeerwartungen																						
Ca. 80 Billionen CHF (80'000 Milliarden)	Listed Equity DM Non-CHF	Expected Return p.a.	Volatility p.a.																				
	PPCMetrics	4.65%	14.5%																				
	PKCSG	5.04%	20.5%																				
Charakteristika	<p>Marktzugang und Transparenz: Strenge regulatorische Anforderungen in entwickelten Märkten sorgen für hohe Transparenz und leichten Zugang.</p> <p>Liquidität: Hohe bis sehr hohe Liquidität in den meisten entwickelten Märkten vorhanden.</p> <p>Diversifikation: Diversifizierte Branchenverteilung und ausbalancierte Einzeltitelgewichte.</p> <p>Volatilität und Risiko: Hohe Volatilität.</p> <p>Politische Faktoren: Politisch stabile Umgebungen in den meisten entwickelten Märkten.</p> <p>Währungsrisiken: Potenzielle Währungsrisiken, da in verschiedenen Währungen ausser dem Schweizer Franken investiert wird.</p> <p>Nachhaltigkeit und Corporate Governance: Unterschiedliche Ansätze und Standards in verschiedenen Ländern. Generell durch den Entwicklungsstand der Länder gute Standards vorhanden.</p>																						
Benchmark	<table border="1"> <thead> <tr> <th>SAA View</th> <th>Subkategorie</th> <th>Weight</th> <th>Benchmark</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Listed Equity DM Non-CH</td> <td>Listed Equity Europe Non-CH</td> <td>15.00%</td> <td>MSCI Europe ex Switzerland IMI Net TR (hCHF)</td> </tr> <tr> <td>Listed Equity DM Non-CH</td> <td>Listed Equity North America</td> <td>74.20%</td> <td>MSCI North America IMI Net TR (hCHF)</td> </tr> <tr> <td>Listed Equity DM Non-CH</td> <td>Listed Equity Pacific</td> <td>10.80%</td> <td>MSCI Pacific IMI Net TR (hCHF)</td> </tr> </tbody> </table>			SAA View	Subkategorie	Weight	Benchmark	Listed Equity DM Non-CH	Listed Equity Europe Non-CH	15.00%	MSCI Europe ex Switzerland IMI Net TR (hCHF)	Listed Equity DM Non-CH	Listed Equity North America	74.20%	MSCI North America IMI Net TR (hCHF)	Listed Equity DM Non-CH	Listed Equity Pacific	10.80%	MSCI Pacific IMI Net TR (hCHF)				
SAA View	Subkategorie	Weight	Benchmark																				
Listed Equity DM Non-CH	Listed Equity Europe Non-CH	15.00%	MSCI Europe ex Switzerland IMI Net TR (hCHF)																				
Listed Equity DM Non-CH	Listed Equity North America	74.20%	MSCI North America IMI Net TR (hCHF)																				
Listed Equity DM Non-CH	Listed Equity Pacific	10.80%	MSCI Pacific IMI Net TR (hCHF)																				
Strategische Ziele	Listed Equity DM Non-CH: Outperformance des Index von 1.0%																						
Aktuelle Portfoliosituation	<table border="1"> <thead> <tr> <th>SAA View</th> <th>Subkategorie</th> <th>Weight</th> <th>Mandat</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Listed Equity DM Non-CH</td> <td>Listed Equity Europe Non-CH</td> <td>1.8%</td> <td>Listed Eq Europe CSAM Idx</td> </tr> <tr> <td>Listed Equity DM Non-CH</td> <td>Listed Equity North America</td> <td>7.1%</td> <td>Listed Eq America CSAM Idx</td> </tr> <tr> <td>Listed Equity DM Non-CH</td> <td>Listed Equity Pacific</td> <td>1.8%</td> <td>Listed Eq America PK Future Overl.</td> </tr> <tr> <td></td> <td></td> <td>1.3%</td> <td>Listed Eq Pacific CSAM Idx</td> </tr> </tbody> </table>			SAA View	Subkategorie	Weight	Mandat	Listed Equity DM Non-CH	Listed Equity Europe Non-CH	1.8%	Listed Eq Europe CSAM Idx	Listed Equity DM Non-CH	Listed Equity North America	7.1%	Listed Eq America CSAM Idx	Listed Equity DM Non-CH	Listed Equity Pacific	1.8%	Listed Eq America PK Future Overl.			1.3%	Listed Eq Pacific CSAM Idx
SAA View	Subkategorie	Weight	Mandat																				
Listed Equity DM Non-CH	Listed Equity Europe Non-CH	1.8%	Listed Eq Europe CSAM Idx																				
Listed Equity DM Non-CH	Listed Equity North America	7.1%	Listed Eq America CSAM Idx																				
Listed Equity DM Non-CH	Listed Equity Pacific	1.8%	Listed Eq America PK Future Overl.																				
		1.3%	Listed Eq Pacific CSAM Idx																				
Implementation	Gemäss der Herleitung der Strategie soll für Listed Equity DM Non-CH ein Core Satellite Ansatz verfolgt werden. Dabei soll der Core-Anteil über globale, aktive Mandate umgesetzt werden kombiniert mit aktiven oder passiven Regionenmandaten.																						
Risk Management	Keine kategoriespezifischen Vorgaben. Das Umsetzungsrisikobudget (Tracking Error) beträgt insgesamt 2.5% p.a.. Dieses wird aufgeteilt in das Allocation Risikobudget sowie das Selection Risikobudget welche jeweils 1.5% p.a. betragen.																						
Reporting	Performance und Risk Reporting innerhalb der IDO: TAA-Group und Manager Selection Group.																						

SAA Kategorie Listed Equity EM

Abgrenzung	keine				
Marktgrösse	Renditeerwartungen				
Ca. 20 Billionen CHF (20'000 Milliarden)	Listed Equity EM PPCMetrics PKCSG	Expected Return 5.15% 6.3%	Volatility 21% 17.7%		
Charakteristika	<p>Marktzugang und Transparenz: Unterschiedliche regulatorische Standards in Schwellenländern führen je nach Markt zu eingeschränktem Transparenz- und Zugangsniveaus.</p> <p>Liquidität: Liquidität kann je nach Markt und Sektor variieren, tendenziell geringer als in entwickelten Märkten.</p> <p>Diversifikation: Hohe Diversifikation durch unterschiedliche Branchen und Länder innerhalb der Schwellenmärkte. Ausbalancierte Einzeltitelgewichte.</p> <p>Volatilität und Risiko: Höhere Volatilität und potenziell höheres Risiko im Vergleich zu entwickelten Märkten.</p> <p>Politische Faktoren: Politische und wirtschaftliche Instabilität in einigen Schwellenländern kann ein Risikofaktor sein.</p> <p>Währungsrisiken: Währungsrisiken aufgrund von Investitionen in verschiedenen lokalen Währungen. Auf Währungsabsicherung wird grundsätzlich verzichtet.</p> <p>Nachhaltigkeit und Corporate Governance: Unterschiedliche Herangehensweisen und Standards, aktuell schwache Umsetzung aber mit zunehmend steigendem Fokus in einigen Schwellenländern.</p>				
Benchmark	SAA View Listed Equity EM	Subkategorie Listed Equity EM Non-China Listed Equity EM China	Weight 72% 28%		
Strategische Ziele	Outperformance des Index von 2.5%.				
Aktuelle Portfoliosituation	SAA View Listed Equity EM	Subkategorie Listed Equity EM China Listed Equity EM Non-China	Weight 0.70% 1.80%	Mandat Listed Eq EM China Wellington Listed Eq EM Vontobel Quality Growth Listed Eq EM Wellington EMRE	Weight 100% 50% 50%
Implementation	<p>Angesichts der relativ tiefen Abdeckung durch Analysten, der dynamischen Entwicklung der Region sowie der allgemein anerkannten Möglichkeit im Bereich Listed Equity durch aktive Selektion einen Mehrwert zu erzielen wird eine aktive Umsetzung bevorzugt.</p> <p>Die Umsetzung kann als reine Core oder Core-Satellite Ansatz erfolgen.</p>				
Risk Management	Keine kategoriespezifischen Vorgaben. Der Tracking Error muss im Rahmen des von der Investment Planning, Treasury and Risk Group definierten Selektionsbudgets liegen.				
Reporting	Performance und Risk Reporting innerhalb der IDO: TAA Group und Manager Selection Group.				

Anlagesubkategorie Private Equity			
Abgrenzung	Eigenkapitalbeteiligungen über Private Equity Funds in nicht börsenquotierten Unternehmen, in Wachstums- oder Restrukturierungsphasen, sowie Venture-Capital-Situationen.		
Marktgrösse	Renditeerwartungen		
Ca. 5'000 Milliarden CHF	Private Equity	Expected Return	Volatility
	PPCMetrics	6.15%	25%
	PKCSG	N/A	N/A
Charakteristika	<p>Kapitalbeschaffung und Unternehmensentwicklung: Finanzierung von Wachstum, Restrukturierung oder strategischen Initiativen.</p> <p>Illiiquidität: Lange Halteperioden, in der Regel mehrere Jahre, ohne Liquidität.</p> <p>Renditepotenzial und Risiko: Potenzial für hohe Renditen bei entsprechend hohem Risiko.</p> <p>Direkte Beteiligung des Managers: Aktive Beteiligung am Management oder Einflussnahme zur Wertsteigerung.</p> <p>Diversifikation: Beitrag zur Diversifikation durch geringe Korrelation zu traditionellen Anlageklassen.</p> <p>Strategien und Segmente: Vielfalt an Strategien wie Leveraged Buyouts, Venture Capital, Wachstumskapital.</p> <p>Commitment und Capital Calls: Bedingen Liquiditätsplanung und Bereitstellung von Kapital.</p>		
Benchmark	MSCI World Net TR (Hedged, CHF) + 1.5% p.a.		

1 Rahmenbedingungen

1.1 Regulation

Die Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen-, und Invalidenvorsorge (BVV 2) gibt Schweizer Pensionskassen bezüglich ihrer Kapitalanlagen die zentralen Rahmenbedingungen vor. Für die Anlageklasse Equity sind insbesondere folgende Passagen relevant:

- Art 53. Absatz 1 Buchstaben a-e definieren die zulässigen Anlagen
- Art 53. Absatz 1 Buchstabe d definiert «öffentliche gehandelte Gesellschaftsanteile» resp. «Listed Equity»
- Art 53. Absatz 1 Buchstabe e definiert «Private Equity (PE)» als «Alternative Anlagen»
- Art 54. Buchstabe a begrenzt einzelne Geschäftsbeteiligungen auf 5% des Portfolios
- Art 55. Buchstabe b regelt die maximale Portfolioallokation zu Aktien von 50%
- Art 55. Buchstabe d regelt die maximale Portfolioallokation zu alternativen Anlagen (u.a. «Private Equity») von 15%

Diese BVV2-Beschränkungen können durch den Stiftungsrat (SR) der Pensionskasse angepasst werden falls nötig.

Derivate

Der Einsatz von Derivaten ist erlaubt, sofern ausreichende Liquidität bzw. Basisanlagen vorhanden resp. hinterlegt sind. Eine Hebelwirkung, bei der das Exposure grösser ist als die vorhandene Liquidität, und Leerverkäufe sind strikt untersagt. Es gelten die Bestimmungen gemäss BVV2 Art. 56a.

Anagelimiten

Die Maximal- und Minimallimiten beziehen sich immer auf den Kurswert in Schweizer Franken (CHF). Es ist stets erforderlich, die Vorgaben des BVG, der BVV2 sowie die Weisungen der Oberaufsichtskommission oder des Bundesamtes für Sozialversicherung strikt einzuhalten. Alle Anagelimiten müssen jederzeit unter Berücksichtigung aller basiswertäquivalenten Verpflichtungen eingehalten werden.

1.2 Vorgaben aus ALM und SAA

Im Rahmen des Asset and Liability Management (ALM) entwickelt die Pensionskasse eine möglichst optimale strategische Anlageallokation. Dabei werden Anlagen und Verbindlichkeiten unternehmenszielbezogen aufeinander abgestimmt. In Bezug auf die Anlageklassen spielen deren Rendite-/Risikoeigenschaften eine zentrale Rolle. Risiko wird dabei immer gegenüber den Verbindlichkeiten betrachtet. Neben den klassischen Abhängigkeiten (Korrelationen) wird dabei auch das Liquiditätsprofil der Anlageklassen, also sowohl Handelskosten (Bid-Ask-Spread resp. Tiefe des Marktes) als auch Handelbarkeit, in die Analysen mit einbezogen.

Aus ALM-Sicht nimmt die Anlageklasse Equity eine Schlüsselrolle als Treiber für Rendite und Risiko im Gesamtportfolio ein, was es zu einem entscheidenden Faktor für Wachstum, jedoch auch für Wertschwankungen macht: Die Volatilität

der Anlageklasse ist allgemein hoch, die Korrelation mit den Rentenverpflichtungen ist tief und eine Zinssensitivität analog den Festverzinslichen Anlagen kann der Anlageklasse nicht attestiert werden.

Bei der Modellierung werden die entwickelten regionalen Aktienmärkte (engl. Developed Markets, «DM») in CHF abgesichert betrachtet, d.h. die Fremdwährungsrisiken werden separat behandelt resp. von der Betrachtung ausgeschlossen. Im Gegenteil dazu werden die Emerging Markets («EM») Aktien ohne Währungsabsicherung modelliert. Dies vor dem Hintergrund, dass bei einem Investment in EM-Märkte auch explizit in die lokalen Währungen investiert werden soll, da es einerseits Potenzial bietet und andererseits die Fremdwährungsabsicherung oft teuer und kompliziert in der Umsetzung ist.

SAA-Vorgaben

Das Ziel von ALM ist es mittels umfassender Szenarioanalyse und Modellierung eine langfristige, neutrale Position zu definieren, welche gegebenen den Annahmen optimal erscheint. Darüber hinaus werden Bandbreiten in der SAA definiert, welche das Minimum bzw. das Maximum an Risiko gegenüber den Verpflichtungen sowie der notwendigen langfristigen Rendite berücksichtigen. Die nachfolgende Tabelle zeigt die in der aktuellen SAA definierten Steuerungsgrößen.

SAA View	Subkategorie	Neutrale Position	Bandbreite Min	Bandbreite Max.	Benchmark	Ticker
Listed Equity CH	Listed Equity CH	2.5%	0%	8%	Swiss Performance Index (CHF)	SPI
Listed Equity DM Non-CH	Listed Equity Europe Non-CH	1.8%		22%	MSCI Europe ex Switzerland IMI Net TR (Hdg, CHF)	HF750518
	Listed Equity North America	8.9%	7%		MSCI North America IMI Net TR (Hedged, CHF)	HF750519
	Listed Equity Pacific	1.3%			MSCI Pacific IMI Net TR (Hedged, CHF)	HF750520
Listed Equity EM	Listed Equity EM Non-China	1.8%	0%	4%	MSCI Emerging Markets ex China Net TR (Unhedged, USD)	M1CXBRV
	Listed Equity EM China	0.7%			MSCI China All Shares Net TR (Unhedged, USD)	MXCNANM
Private Equity	Private Equity	6%	4%	8%	MSCI World Net TR (Hedged, CHF) + 1.5% p.a.	MOWOHCHF
Active Equity	Equity Opportunistic	-	-	-	MSCI World Net TR (Hedged, CHF)	MOWOHCHF
	Equity Risk Mitigation	-	-	-	FTSE 1-M CHF Eurodeposit (CHF)	SBWMSF1L

Tabelle 1 Ausschnitt aus der SAA, Kategorie Equity, Quelle: Pensionskasse

Zusätzlich zu den Bandbreiten auf Stufe Subkategorien, kommen weitere Limiten dazu:

- Alle Opportunistic Subkategorien max. 15%
- Alle Risk Mitigation Subkategorien max. 15%
- Alle Opportunistic + Risk Mitigation Subkategorien max. 20%

Aus ALM-Sicht wird die Anlageklasse Equity mit «Listed Equity CH», «Listed Equity DM Non-CH», «Listed Equity EM» und «Private Equity» modelliert. Zur optimalen Steuerung des Portfolios werden «Listed Equity DM Non-CH» und «Listed Equity EM» jedoch weiter aufgeteilt. Diese Aufteilungen sind den regionalen Gewichten innerhalb der jeweiligen Benchmarks nachempfunden, d.h. die Gewichte der Subkategorien sind gegenüber der SAA-View-Kategorie neutral definiert. Über die Zeit muss die Gewichtung regelmäßig geprüft und ggf. angepasst werden.

1.3 Risiko Vorgaben

Das Strategiekonzept Risk Management regelt die Vorgaben für das Risiko Management. Das Umsetzungsrisikobudget beträgt insgesamt 2.5%. Dieses wird aufgeteilt in das Allocation Risikobudget sowie das Selection Risikobudget welche jeweils 1.5% betragen.

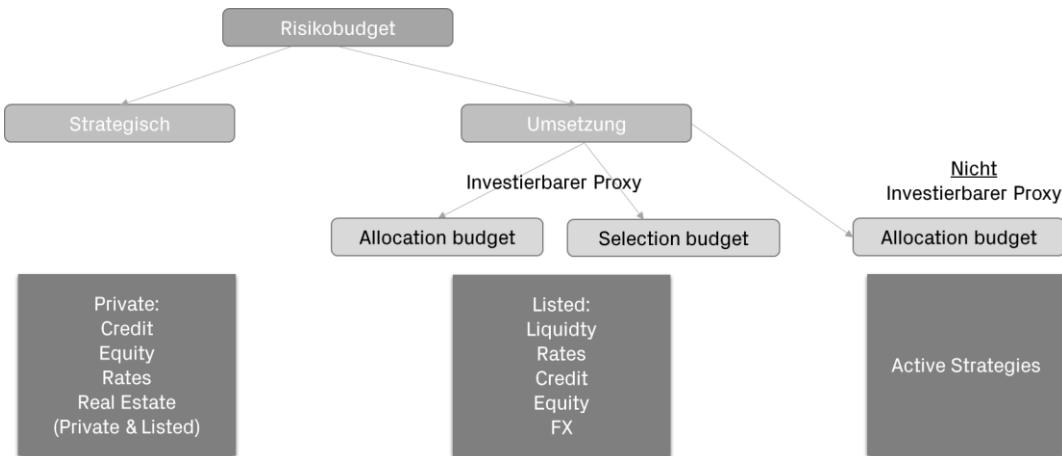


Abbildung 1 Risikobudget aus Strategiekonzept Risk Management.

Darüber hinaus gibt es keine spezifischen Vorgaben für die Anlageklasse Equity und es ist den entsprechenden Gremien der Umsetzung überlassen, wie das Risikobudget ausgenutzt werden soll.

1.4 Taktikprozess

Innerhalb der strategischen Vorgaben kann sich gemäss aktuellem Anlagereglement der Chief Investment Officer (CIO) frei bewegen. Er tut dies im Rahmen der IDO. Für die liquiden Anlageklassen (Listed Equity) obliegt es der TAA-Group Abweichungen von der SAA zu beschliessen. Die TAA wird monatlich festgelegt und hat einen, über die SAA-Bandbreiten und das Allokationsrisikobudget eingeschränkten, Spielraum (Allokationsbudget). Die Prozesse, Funktionsweise und Verantwortlichkeiten der TAA Group werden in separaten Dokumenten geregelt.

Da die taktische Allokation auf Regionen basiert muss die gewählte Implementation eine ausreichende Flexibilität auf den regionalen Subkategorien zulassen. Die Allokation in die jeweiligen Subkategorien erfolgt wie oben beschrieben über die TAA Group. Die TAA Group muss dabei den Anlagehorizont der zu implementierende Strategie berücksichtigen (z.B. für langfristige Renditeziele muss die Quote langfristig stabil sein).

1.5 Anlagestruktur

Ziele der Anlagestruktur

Die Anlage- resp. Portfoliostruktur (engl. «Investment Tree») der Pensionskasse muss verschiedenste Anforderungen erfüllen, wobei aus Sicht Anlagestrategie primär die folgenden im Mittelpunkt stehen:

1. Gute Messbarkeit des Portfolios gegenüber SAA auf Stufe Gesamtportfolio, Kategorie, SAA-View und Subkategorie
2. Die Subkategorien müssen vereinbar sein mit den Modellen des ALM-Providers (SAA-View)
3. Die Subkategorien müssen granular sein, um eine sinnvolle taktische Steuerung des Portfolios zu ermöglichen
4. Die Subkategorien müssen breit und tief sein, um unterschiedliche Anlageansätze zu erlauben

Anforderungen 1. und 2. wurden mittels detaillierter Analyse relativ einfach erfüllt. 3. und 4. sind weitgehend widersprüchlich und daher nicht einfach lösbar: Aus taktischer Sicht (relevant für die TAA Group) sollen die regionalen Aktienmärkte Schweiz, Europa ex Schweiz, Nordamerika, Pazifik, Emerging Markets ohne China und China einzeln gesteuert werden können. DM und EM reichen als Steuerungselemente nicht aus.

Demgegenüber steht das Bedürfnis mittels aktivem Portfoliomanagement eine Überrendite zu erzielen, was je nach Ansatz substanzelle Flexibilität nötig macht.

Umsetzung der SAA-Vorgaben

Die Anlagestruktur muss kompatibel sein zu den Kategorien aus dem ALM-Modell. Diese müssen jedoch mithilfe granularer Subkategorien (z.Bsp. Listed Equity DM ex CH) umgesetzt werden können, so dass granulare Märkte taktisch gesteuert werden können. Dieser Kompromiss wurde erreicht in dem die SAA-Kategorien aufgeteilt wurden, und ihre regionalen Gewichte als Ausgangslage für die Subkategorien gewichte der SAA dienen.

Im ALM-Prozess werden daher die granularen Regionengewichte regelmäßig auf ihre Alignierung zur SAA-Kategorie überprüft.

Umsetzung Listed Equity Struktur

Wie in Tabelle 1 gezeigt, wird «Equity» als eine «Kategorie» gefasst, primär, weil dies aus Risikoperspektive stimmt: Dieselben Risikofaktoren sind dominant, daher ist Equity z.Bsp. klar zu unterscheiden gegenüber Rates oder Credit.

Ginge es in der Anlagestruktur primär um akademische Präzision, würden danach «Listed Equity» und «Private Equity» auf der zweiten Ebene unterschieden werden. Da die Anlagestruktur jedoch praktischen Anforderungen genügen muss, wird «Listed Equity» nicht in einer eigenen Gruppe zusammengefasst. Dies führt in der Strategiearbeit zu Herausforderungen. Trotzdem wird auch in diesem Konzept der Anlagestruktur gefolgt. Wenn jedoch «Listed Equity» genannt wird, sind alle Listed Equity Subkategorien gemeinsam gemeint.

1.6 Nachhaltigkeitsvorgaben

Aus der Nachhaltigkeitsstrategie ergeben sich Ausschlüsse («Investitionsverbote») gewisser Firmen. Die Pensionskasse definiert üblicherweise keine Ausschlüsse von einzelnen Firmen, sondern übernimmt die Regelwerke von Beratern und Branchenverbänden. Zudem übt die Pensionskasse ihre Aktionärsrechte aktiv aus, um Einfluss auf die Unternehmensführung im Sinne der Nachhaltigkeit zu nehmen.

Die Pensionskasse folgt aktuell den Empfehlungen zweier Organisationen:

1. SVVK-ASRI - Der Schweizer Verein für verantwortungsbewusste Kapitalanlagen
2. Federated Hermes – international führende Beratung im Bereich nachhaltiger Anlagen und Engagement

Die aktuelle Ausschlussliste ist stets auf der Website der Pensionskasse¹ publiziert.

1.7 Aktuelle Portfoliosituation

Equity macht im gesamten Portfolio rund 22% aus. Die Kapitalallokation ist aufgeteilt in mehrere Mandate, welche in Aggregation zu den Benchmarks der entsprechenden Subkategorien gemessen werden. Top-down ist somit ein hohes Alignment des Portfolios zur SAA zu erwarten. Dennoch können einzelne Mandate zur Subkategorie unterschiedliche Benchmarks aufweisen.

Mandat	Manager	Grösse	Beschreibung	Benchmark	Risk Limit
Listed Eq CH BLK S&M Cap	BlackRock	0.64%	Aktives Mandat, Fokus Small und Midcaps	SPI Extra TR	7% ²
Listed Eq CH CSAM Idx	CSAM	1.88%	Indexmandat	SPI2C	0.5%
Listed Eq Europe CSAM Idx	CSAM	1.81%	Indexmandat	SAA Benchmark	0.5%
Listed Eq North America CSAM Idx	CSAM	6.83%	Indexmandat	SAA Benchmark	0.5%
Listed Eq Pacific CSAM Idx	CSAM	1.31%	Indexmandat	SAA Benchmark	0.5%
Listed Eq World	MS	0	Aktive Mandate	NDDUWI	
	TRP				
	Epoch				
Listed Eq EM China Wellington	Wellington	0.83%	Aktives Mandat	SAA Benchmark	8% ³
Listed Eq EM Vontobel Quality Growth	Vontobel	0.79%	Aktives Mandat	SAA Benchmark	10% ³
Listed Eq EM Wellington EMRE	Wellington	0.85%	Aktives Mandat	SAA Benchmark	6% ³
Private Eq Alpha	Alpha Associates	5.65%	Multi-Manager Mandat	SAA Benchmark	5% ³

Tabelle 2 Aktuelle Portfoliosituation per 31.12.2023

In die Subkategorien «Equity Opportunistic» und «Equity Risk Mitigation» wird zurzeit nicht investiert.

¹ <https://pensionskasse.credit-suisse.com/anlagen/nachhaltigkeit/exklusion/>

² Lediglich Orientierungsgrösse gemäss Mandatsvertrag, keine strikte Limite

³ Vorgabe aus Umsetzungsrisikobudget für illiquide Anlagen allgemein, keine Vorgabe auf Mandatsstufe

2 Anlageuniversum «Equity»

Das Anlageuniversum «Equity» besteht aus Eigenkapitalanlagen in Firmen durch Aktien, Partizipationsscheine, American Depository Receipts (ADR) und Rights, Aktienindizes sowie Derivaten auf Aktien oder Aktienindizes (primär Futures und Optionen). Verschiedene Vehikel, wie Fonds, dienen der Aggregation dieser Equity-Anlagen. Grundsätzlich wird zwischen Listed resp. Public Equity, also öffentlich gehandelten Aktien, und «Private Equity», nicht öffentlich quotierte, aber via Fonds investierbaren, Firmen, unterschieden. Diese Märkte können dann bezüglich Regionen, Ländern, Sektoren, Marktkapitalisierung, Risikofaktoren oder Firmen-Lebenszyklus klassifiziert werden.

Formell sind Aktien Urkunden, die Anteile am Eigenkapital von Unternehmen repräsentieren und können, müssen aber nicht an der Börse gehandelt werden. Durch den Aktienkauf werden je nach Jurisdiktion Vermögens-, Mitwirkungs-, Informations- und Klagerechte erworben. Aktien dienen als Kapitalanlage für Investoren und stellen ein Finanzierungsinstrument für Unternehmen dar, um Eigenkapital zu beschaffen. Eigenkapital ist die erste Quelle zur Tilgung von Forderungen der Fremdkapitalgeber. Aufgrund des erhöhten Risikos im Vergleich zu Unternehmensanleihen müssen Aktien mit einer entsprechenden Rendite (Risikoprämie) belohnt werden. Aktionäre profitieren überproportional von profitablen Firmen und innovativen Geschäftsmodellen. Gewinne können als Dividenden ausgeschüttet oder reinvestiert werden.

Die Marktkapitalisierung, definiert als der Gesamtwert aller ausstehenden Aktien eines Unternehmens, ist der Marktwert eines Unternehmens. Er wird berechnet, indem der aktuelle Aktienpreis mit der Gesamtzahl der ausstehenden Aktien multipliziert wird. Diese Metrik liefert Investoren einen Anhaltspunkt für die allgemeine Entwicklung eines Unternehmens. Sie dient als Werkzeug zur Bewertung und zum Vergleich von Unternehmen innerhalb ihrer Branchen und ist ein wichtiger Indikator für die Grösse einer Wirtschaft.

Die öffentlichen Aktienmärkte («Listed Equity») unterscheiden sich bezüglich Transparenz, Liquidität, Strategien und Klassifikation sehr stark von den Privatmärkten («Private Equity»), daher werden diese beiden Märkte separat beschrieben.

2.1 Listed Equity

Die in der Grafik dargestellte Entwicklung der globalen Marktkapitalisierung (in US-Dollar zu aktuellen Preisen, ohne Anpassung für Inflation oder Kaufkraft) bis zum Jahr 2020 zeigt einen deutlichen Aufwärtstrend.



Abbildung 2 Marktkapitalisierung der globalen öffentlichen Aktienmärkte (current US\$). Quelle: worldbank.org

2.1.1 Benchmarks

Benchmarks dienen als Referenzpunkte und als Vergleichsmassstäbe, um die Performance und das Risiko von Portfolios zu beurteilen. Sie bieten nicht nur eine objektive Möglichkeit zur Bewertung von Anlageergebnissen, sondern sind auch wesentliche Instrumente für Investoren bei der Entwicklung ihrer Anlagestrategien.

Die Haupttypen von Aktien-Benchmarks sind marktkapitalisierungsgewichtete Indizes, gleichgewichtete Indizes, Sektoren- oder Branchenindizes, Regionen- und Länderindizes. Jeder dieser Benchmark-Typen hat seine eigenen Merkmale und wird für unterschiedliche Zwecke und Strategien verwendet. Neben den genannten Varianten gibt es auch die Unterscheidung zwischen Preisindizes, die nur die Preisbewegungen der enthaltenen Aktien reflektieren, und Total Return Indizes, welche zusätzlich zu den Kursgewinnen auch Dividendenzahlungen und andere Ausschüttungen berücksichtigen und somit ein vollständigeres Bild der Marktentwicklung liefern. Im Folgenden werden die einzelnen Benchmark-Typen vorgestellt und ihre Funktionsweise erläutert. Darüber hinaus existieren viele weitere Methodologien wie beispielsweise GDP-gewichtete Indizes oder faktorgewichtete Indizes, die sich durch ihre eigene Berechnungsweise auszeichnen und spezifische Anlagestrategien unterstützen können..

Marktkapitalisierungsgewichtete Indizes

Marktkapitalisierungsgewichtete Indizes sind die am häufigsten verwendeten Aktien-Benchmarks weltweit. Sie beziehen sich auf Marktgrösse der jeweiligen Unternehmen. Diese werden nach ihrer Marktkapitalisierung gewichtet. Unternehmen mit hohem Marktwert haben dementsprechend ein höheres Gewichts im Index und entsprechend ist deren Einfluss auf die Index-Performance höher. Beispiel: S&P 500 Index (SPX Index)

Vorteile: Diese Benchmarks repräsentieren den Markt gut und sind einfach zu verstehen. Sie gelten allgemein als das Marktpool und sind oft die Basis für passiv verwaltete Fonds. Die Umsetzungskosten sind minimal, da sich das Portfolio natürlich mit der Benchmark bewegt (relative Preisstärke führt zu einem höheren Gewicht im Index).

Nachteile: Marktkapitalisierungsgewichtete Indizes repräsentieren die Erwartungen der Investoren. Diese können aber deutlich vom effektiven Einfluss von Unternehmen auf die Volkswirtschaft abweichen. Die Gewichtungen von Unternehmen, Sektoren, Regionen oder Risikofaktoren verändern sich mit den Investorenerwartungen und sind nicht stabil.

Gleichgewichtete Indizes

Gleichgewichtete Indizes gewichten alle Unternehmen im Index gleich, unabhängig von der jeweiligen Marktkapitalisierung. Kleinere Unternehmen haben den gleichen Einfluss auf die Indexperformance haben wie die Grossen. Beispiel Equal Weight S&P 500 Index (SPW Index)

Vorteile: Erhöhte Diversifikation auf Titellebene, sehr einfach und verständlich.

Nachteile: Es entstehen höhere Transaktionskosten (Turnover) durch das regelmässige Rebalancing. Erhöhtes Exposure ggü. Small-Cap verglichen mit dem Marktportfolio.

Regionen- und Länderindizes

Diese Indizes stellen eine geografische Eingrenzung von Unternehmen dar, die in einem bestimmten Land oder einer Region ansässig sind oder dort eine erhebliche Geschäftstätigkeit aufweisen. Sie ermöglichen es, die Performance eines Landes oder einer Region zu verfolgen. Diese Indizes können sowohl marktkapitalisiert als auch gleichgewichtet konstruiert werden. Beispiel: FTSE 100 Index (UKX Index)

Vorteile: Es kann in länderspezifische Risiken und Chancen investiert werden. Es kann ein diversifiziertes Portfolio aufgebaut und nach Ländern/Regionen gesteuert werden. Währungseffekte können u.U. einfacher berücksichtigt werden.

Nachteile: Regionen- und Länderindizes berücksichtigen nur Unternehmen, die in der jeweiligen geografischen Eingrenzung ansässig sind. Abhängig von der Konstruktion der Indizes müssen mitunter Quoten für bestimmte Branchen oder Sektoren erfüllt werden. Dies führt dazu, dass Unternehmen aufgenommen werden, die international möglicherweise nicht die besten ihrer Branche sind, sondern lediglich aufgrund der Indexkonstruktion ausgewählt werden.

Sektoren- oder Branchenindizes

Sektoren- oder Branchenindizes gruppieren Unternehmen nach ihrer Branche oder ihrem Wirtschaftszweig. Dies ermöglicht es die Performance eines spezifischen Sektors zu verfolgen und zu analysieren. Diese Indizes können sowohl marktkapitalisiert als auch gleichgewichtet konstruiert werden. Beispiel: MSCI World Information Technology Index (MXWOIT Index)

Vorteile: Diese Benchmarks sind hilfreich, um gezielte Sektorstrategien zu verfolgen oder zu analysieren, wie sich wirtschaftliche Trends auf bestimmte Branchen auswirken. Sie ermöglichen auch eine präzise Diversifikation innerhalb eines Sektors.

Nachteile: Möglicherweise schwache Diversifikation aufgrund des Fokus in spezifischen Branchen.

SAMURAI-Kriterien

Benchmarks müssen Anforderungen an Transparenz und Verantwortlichkeit erfüllen, um die Bewertung der Performance von Portfoliomanagern zu ermöglichen. Um sicherzustellen, dass sie effektiv und fair sind, wurden vom CFA Institute die SAMURAI-Kriterien entwickelt, die als Leitfaden dienen, um Benchmarks angemessen zu gestalten und ihre Funktionen zu definieren. SAMURAI steht als Akronym für die sieben wesentlichen Eigenschaften, die bei der Auswahl oder Definition eines Benchmarks berücksichtigt werden sollten:

- **Specified in advance:** Im Voraus festgelegt. Dies bedeutet, dass der Benchmark zu Beginn des Bewertungszeitraums allen Beteiligten bekannt sein sollte. Dies stellt Transparenz sicher. Nachträgliche Änderungen erschweren die Vergleichbarkeit und sollen nur in begründeten Ausnahmen durchgeführt werden.
- **Appropriate:** Angemessen. Benchmarks sollten die Anlagestrategie des Portfoliomanagements widerspiegeln. Bsp.: Wenn das Portfolio hauptsächlich in europäische Aktien investiert, soll ein europäischer Aktienindex als Benchmark gewählt werden.
- **Measurable:** Messbar. Die Ergebnisse des Managers im Vergleich zum Benchmark müssen quantifizier- und messbar sein. Dies ermöglicht eine objektive Beurteilung der Performance und erlaubt die Vergleichbarkeit sicher.
- **Unambiguous:** Eindeutig. Benchmark muss eine Indexmethodologie und ein Rulebook aufweisen.
- **Reflective of manager's current investment expertise:** Reflektiert das aktuelle Anlage-Know-How des Managers. Der Benchmark sollte die aktuellen Fähigkeiten und Fachkenntnisse des Portfoliomanagers widerspiegeln.
- **Accountable:** Verantwortlich. Das Portfoliomanagement muss bei der Auswahl der Benchmark involviert werden, um die Verantwortlichkeit sicherzustellen.
- **Investable:** Investierbar. Der Benchmark muss so konstruiert sein, dass er von Anlegern repliziert und investiert werden kann. Insbesondere wichtig für passive Investmentstrategien.

Verwendete Benchmark

Die Pensionskasse verwendet die folgenden marktkapitalisierungsgewichteten SAA-Benchmarks für die Sub-Kategorien von Listed Equities:

- Schweiz: Alle an der Schweizer Börse (SIX) gelisteten Aktien. (= SPI ?)
- Developed Markets ex CH (Europe/Nord America/Pacific): Es kommt die MSCI-IMI-Indexgruppe («Investable Market Index») zum Einsatz, welche gegenüber den normalen MSCI-Indizes nebst Large- und Mid- auch Small-Cap Aktien enthält. Die Benchmarks für diese Regionen werden in CHF abgesichert/gehedged.
- Emerging Markets ex China: Der reguläre MSCI-EM-Index kommt zum Einsatz, jedoch mit dem Ausschluss chinesischer Aktien⁴
- Emerging Markets China: Der MSCI China All Shares Index kommt zum Einsatz, welcher alle Share-Klassen chinesischer Aktien beinhaltet.

Vorteile von MSCI IMI Benchmarks	Nachteile von MSCI IMI Benchmarks:
----------------------------------	------------------------------------

⁴ Details zum MSCI China All Shares Index finden sich im [Factsheet](#)

<ul style="list-style-type: none"> Diversifikation: Breitere und grössere Abdeckung Geringeres Konzentrationsrisiko Bessere Repräsentation des Marktes 	<ul style="list-style-type: none"> Höhere Kosten Tiefere Liquidität Grosser Rechenaufwand bei Risikokennzahlen aufgrund Look-through Anforderung
---	---

Tabelle 3 Vor-/Nachteile MSCI-IMI-Indizes, Quelle: eigene Aufbereitung

Die folgende Abbildung zeigt die kumulative Gewichtung der Titel der Benchmark-Indizes als Kurvendiagramme.

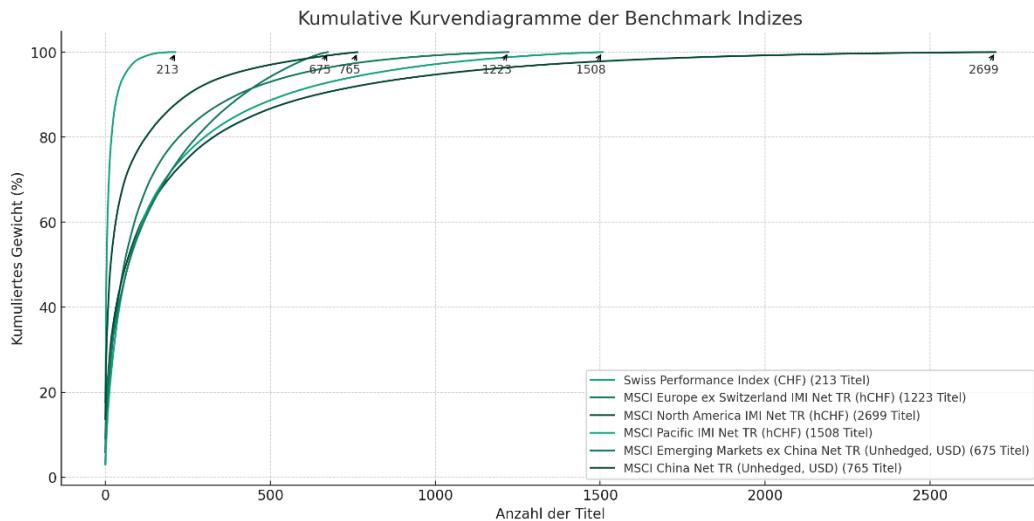


Abbildung 3 Kumulatives Kurvendiagramme der Benchmark Indizes. Quelle: Bloomberg, per 31.12.2023, eigene Darstellung

Die Konzentration der Indizes ist im Lorenzkurven Diagramm der jeweiligen Benchmark Indizes erkennbar. Auf der X-Achse ist der kumulierte Anteil der Titel im Index abgetragen, und die Y-Achse zeigt den kumulierten Anteil des Gewichts der Titel im Index. Ein Index, mit gleichgewichteten Titeln würde sich als Diagonale (Linie der Gleichheit) zeigen. Eine Kurve, die sich stärker von der Diagonalen entfernt, deutet auf eine höhere Konzentration hin. Wir sehen im Lorenzkurven Diagramm unten, dass der Swiss Performance Index (CHF) die höchste Konzentration bzw. die höchste Ungleichheit der Titelgewichtung im Index aufweist.

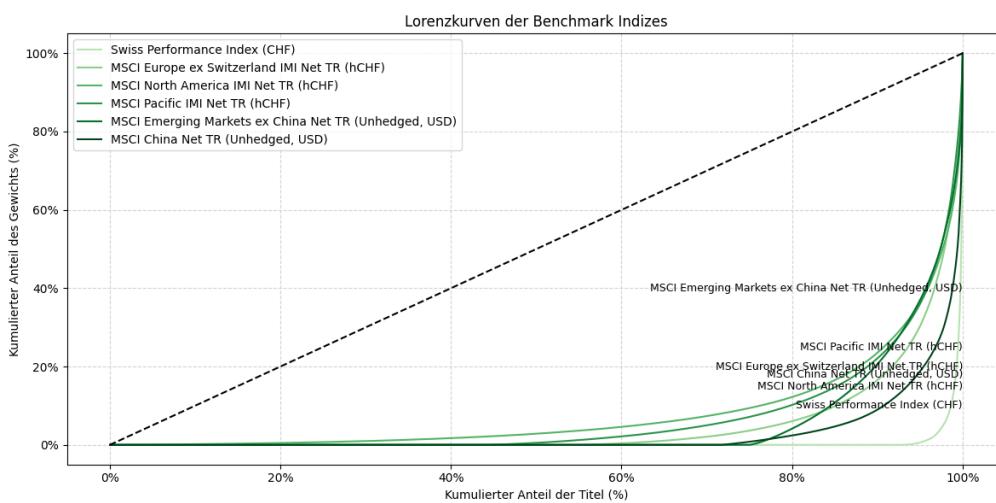


Abbildung 4 Lorenzkurven Diagramm der Benchmark Indizes. Quelle: Bloomberg für Indexgewichtung per 31.12.2023, eigene Darstellung.

2.1.2 Instrumente

Direktanlagen

Aktien von unterschiedlichen Unternehmen können direkt über ausgewiesene Börsen gehandelt werden. Bsp: New York Stock Exchange (NYSE), Tokyo Stock Exchange, SIX Swiss Exchange.

Unternehmen können unterschiedliche Arten von Aktien ausgeben, um Kapital zu beschaffen und verschiedene Anforderungen von Investoren zu erfüllen.

- **Stammaktien:** Stammaktien ermöglichen dem Aktionär Stimmrechte auf der Hauptversammlung und Anspruch auf einen Anteil am Gewinn (Dividende). Sie repräsentieren den Standardtyp von Aktien, die von Unternehmen ausgegeben werden.
- **Vorzugsaktien:** Vorzugsaktien bieten im Gegensatz zu Stammaktien keine Stimmrechte, gewähren jedoch bevorzugte Rechte bei der Dividendenausschüttung und bei der Liquidation des Unternehmens.
- **Inhaberaktien:** Besitzer von Inhaberaktien sind weder dem Vorstand noch Aufsichtsrat bekannt, da Inhaber nicht im Aktienregister registriert werden müssen. Sie können durch einfache Übergabe gehandelt werden und der Besitzer der Aktie ist anonym.
- **Namensaktien:** Namensaktien sind auf den Namen einer bestimmten Person ausgestellt und im Aktienregister des Unternehmens eingetragen. Bei einem Eigentümerwechsel müssen sie umgeschrieben werden.
- **Stückaktien:** Stückaktien repräsentieren einen Anteil am Grundkapital einer Gesellschaft, ohne dass dieser Anteil einen festen Nennbetrag hat. Sie ermöglichen eine flexible Gestaltung des Aktienkapitals.
- **Nennwertaktien:** Nennwertaktien haben einen festen Nennwert, der den Anteil am Grundkapital des Unternehmens angibt. Der Handelswert der Aktie kann über oder unter diesem Nennwert liegen.
- **ADRs?**

Aktienfonds

Investmentfonds sind Anlagevehikel, bei denen Kapital von verschiedenen Anlegern gesammelt, gebündelt und in verschiedene Eigenkapital- und Schuldtitle investiert wird. Aktienfonds investieren entweder passiv gemäss einer Indexmethodologie oder aktiv auf Basis von fundamentalen oder systematischen Kriterien, die anschliessend verbrieft den Investoren zum Kauf angeboten werden. Es gibt unterschiedliche Arten von Fonds, die je nach rechtlicher Struktur unterschieden werden⁵.

- **Offene Fonds (Open-End Funds):** Fonds ohne Begrenzung hinsichtlich der Anzahl der auszugebenden Anteile. Neue Anteile können kontinuierlich ausgegeben und bestehende Anteile an den Fonds zurückgegeben werden. Werden nicht an der Börse gehandelt.
- **Exchange-Traded Funds (ETFs):** ETFs sind eine spezielle Form von offenen Fonds, die an Börsen gehandelt werden. ETFs können sowohl Indizes replizieren (passiv) oder eine aktive Strategie verfolgen.

⁵ [Types of Investment Funds: Explained - Investment U](#)

- **Geschlossene Fonds (Closed-End Funds):** Diese Fonds geben eine feste Anzahl von Anteilen aus, die nach der Emission auf dem Sekundärmarkt gehandelt werden können. Es werden keine neuen Anteile ausgegeben und bestehende Anteile können nicht an den Fonds zurückgegeben werden.
- **Investmentgesellschaften mit variablem Kapital (SICAV):** SICAVs sind eine Form von offenen Investmentfonds. Sie haben eine variable Kapitalstruktur, die es ermöglicht, die Anzahl der ausgegebenen Anteile flexibel zu ändern.
- **Investmentgesellschaften mit festem Kapital (SICAF):** Geschlossene Fonds mit einem festen Kapital, das bei der Gründung festgelegt wird und während der Laufzeit des Fonds unverändert bleibt.

Aktien-Futures

Aktien-Futures sind Derivate. Dies sind standardisierte Verträge, die den Kauf oder Verkauf des Basiswertes (z.B. Aktienindex) zu einem zukünftigen Zeitpunkt ermöglichen, um von Preisbewegungen zu profitieren oder sich gegen Marktschwankungen abzusichern. Im Gegensatz zu Direktanlagen, wird beim Kauf oder Verkauf eines Futures nicht der volle Betrag des Basiswertes fällig. Stattdessen muss die Anfangsmarge (initial margin) hinterlegt werden, um die Aktien-Future-Position einzugehen. Die Anfangsmarge ist je nach Börsenplatz als Prozentsatz des Kontraktwerts definiert. Um den Wert eines Aktien-Future-Kontrakts (Nominalwert) zu ermitteln, multiplizieren man den Kurs der zugrunde liegenden Basiswertes mit der Kontraktgrösse. Während der Haltedauer fallen je nach Kursentwicklung weitere Zahlungen zur Deckung Gewinnen und Verlusten an, die sogenannten Variation Margin.

Aktienoptionen

Die Aktienoptionen sind Derivate und geben den Optionskäufern das Recht (Optionsverkäufern die Pflicht bei entsprechender Willensäusserung des Käufers), innerhalb eines festgelegten Zeitraumes oder zu einem bestimmten Zeitpunkt eine bestimmte Menge von Aktien zu einem vereinbarten Preis zu kaufen (Kaufoption) oder zu verkaufen (Verkaufsoption).

2.1.3 Klassifikation

2.1.3.1 Regionen

Die regionale Klassifikation von Aktien gemäss MSCI teilt Aktienmärkte in geografische Regionen und Länder ein. Diese Klassifikation dient dazu, eine regionale Diversifikation des Aktienportfolios sicherstellen zu können.

Developed Markets			Emerging Markets			Frontier Markets		
Americas	EMEA	APAC	Americas	EMEA	APAC	Americas	EMEA	APAC
Canada USA	Austria Belgium Denmark Finland France Germany Ireland Israel Italy Netherlands Norway Portugal Spain Sweden Switzerland UK	Australia Hong Kong Japan New Zealand Singapore	Brazil Chile Colombia Mexico Peru	Czech Republic Egypt Greece Hungary Kuwait Poland Qatar Saudi Arabia South Africa Turkey UAE	China India Indonesia Korea Malaysia Philippines Taiwan Thailand	—	Bahrain Benin* Burkina Faso* Croatia Estonia Guinea-Bissau* Iceland Ivory Coast* Jordan Kazakhstan Kenya Latvia Lithuania Mali* Mauritius Morocco Niger* Nigeria Oman Romania Senegal* Serbia Slovenia Togo* Tunisia	Bangladesh Pakistan Sri Lanka Vietnam

Abbildung 5 MSCI-Regionen und Märkte Klassifikation von Developed, Emerging Markets und Frontier Markets, Quelle: MSCI

2.1.3.2 Sektoren (GICS)

Das Global Industry Classification Standard (GICS) ist gemäss MSCI ein branchenbasiertes Klassifikationssystem, entwickelt, um die Vergleichbarkeit von Unternehmen und Aktien weltweit zu ermöglichen. GICS unterteilt den Markt in 11 Sektoren, die wiederum in 25 Industriegruppen, 74 Industrien und 163 Unterbranchen gegliedert sind. Diese Struktur ermöglicht es Anlegern und Analysten, die Leistung spezifischer Unternehmen und Branchen zu analysieren und zu vergleichen.

GICS-Sektoren

- **Energie:** Unternehmen, die in der Produktion und dem Vertrieb von Energie tätig sind, inkl. Öl, Gas sowie erneuerbaren Energieträgern.
- **Materialien:** Schliesst Unternehmen ein, die sich mit der Gewinnung und Verarbeitung von Rohstoffen beschäftigen (Metalle, Chemikalien und Baustoffe).
- **Industrials:** Beinhaltet Unternehmen aus den Bereichen Bauwesen, Maschinenbau, Luft- und Raumfahrt und Transport.
- **Nicht-Basiskonsumgüter:** Unternehmen, die Produkte und Dienstleistungen anbieten, die nicht als essenziell gelten, wie Luxusgüter, Hotels und Restaurants.
- **Konsumgüter:** Dieser Sektor umfasst sowohl langlebige Konsumgüter als auch Konsumgüter des täglichen Bedarfs.
- **Gesundheitswesen:** Hierzu zählen Unternehmen aus den Bereichen Pharmazie, Biotechnologie, Medizintechnik und Gesundheitsdienstleistungen.
- **Finanzwesen:** Beinhaltet Banken, Versicherungen, Investmentgesellschaften und Immobilienunternehmen.

- **Informationstechnologie:** Umfasst Software- und Hardwareunternehmen, Halbleiterindustrie und Dienstleistungen im Bereich der Informationstechnologie.
- **Kommunikationsdienste:** Beinhaltet Telekommunikationsunternehmen sowie Firmen aus den Bereichen Medien und Unterhaltung.
- **Versorgungsbetriebe:** Energieversorger, Wasserversorgungs- und Abfallwirtschaftsunternehmen.
- **Immobilien:** Unternehmen, die sich mit der Entwicklung, dem Besitz und der Verwaltung von Immobilien befassen.

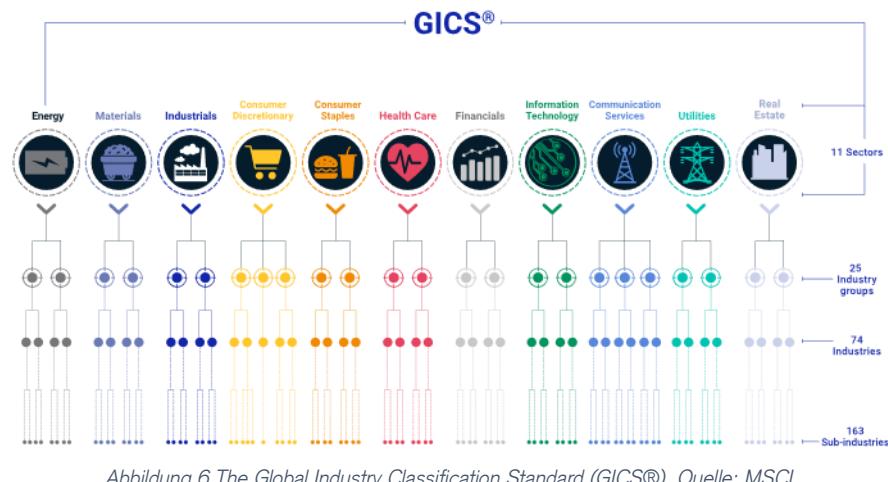


Abbildung 6 The Global Industry Classification Standard (GICS®), Quelle: MSCI

2.1.3.3 Cap Size

Die Marktkapitalisierung von Unternehmen wird in verschiedene Cap-Size Kategorien unterteilt.

- Mega-Cap: Marktkapitalisierung > \$200 Mrd.
- Large-Cap: Marktkapitalisierung zwischen \$10 Mrd. und \$200 Mrd.
- Mid-Cap: Marktkapitalisierung zwischen \$2 Mrd. und \$10 Mrd.
- Small-Cap: Marktkapitalisierung zwischen \$250 Mio. und \$2 Mrd.
- Micro-Cap: Marktkapitalisierung < \$250 Mio.

Es ist typischerweise üblich Small-Cap, Mid-Cap und Large-Cap Aktien als relevante Kategorien zu betrachten. Es ist auch erwähnenswert, dass Large-Cap und Mega-Cap Unternehmen oft gemeinsam unter dem Begriff Large-Cap zusammengefasst werden, während Micro-Cap und Small-Cap Unternehmen häufig in der Kategorie Small-Cap berücksichtigt werden.

Empirisch gesehen haben Small-Cap-Aktien in der Vergangenheit langfristig eine Outperformance gegenüber Large-Cap-Aktien erzielt. Small-Cap-Aktien konnten aufgrund des höheren Risikoprofils höhere potenzielle Renditen bieten. Im Allgemeinen tendieren Small-Cap-Aktien dazu, in einem starken wirtschaftlichen Umfeld eine Outperformance und in einem schwachen wirtschaftlichen Umfeld eine Underperformance zu erzielen.

Small Cap: Weisen eine höhere Volatilität, aber auch potenziell höhere Renditen im Vergleich zu Mid- und Large-Caps auf. Dies spiegelt die allgemeine Tendenz wider, dass kleinere Unternehmen grössere Wachstumspotenziale, aber auch höhere Risiken aufweisen.

Mid-Cap: Die Performance liegt typischerweise zwischen Small und Large-Caps, bietet aber eine ausgewogene Mischung aus Risiko und Rendite.

Large-Cap: Weisen in der Regel eine tiefere Volatilität auf, was auf etabliertere und stabilere Unternehmen hindeutet. Die kumulativen Renditen sind tendenziell niedriger als bei Small Caps, aber stabiler.

Über die unterschiedlichen Regionen fällt auf, dass die kumulierte Rendite von Small-Cap-Aktien, jene von Mid- und Large-Cap-Aktien übersteigen.

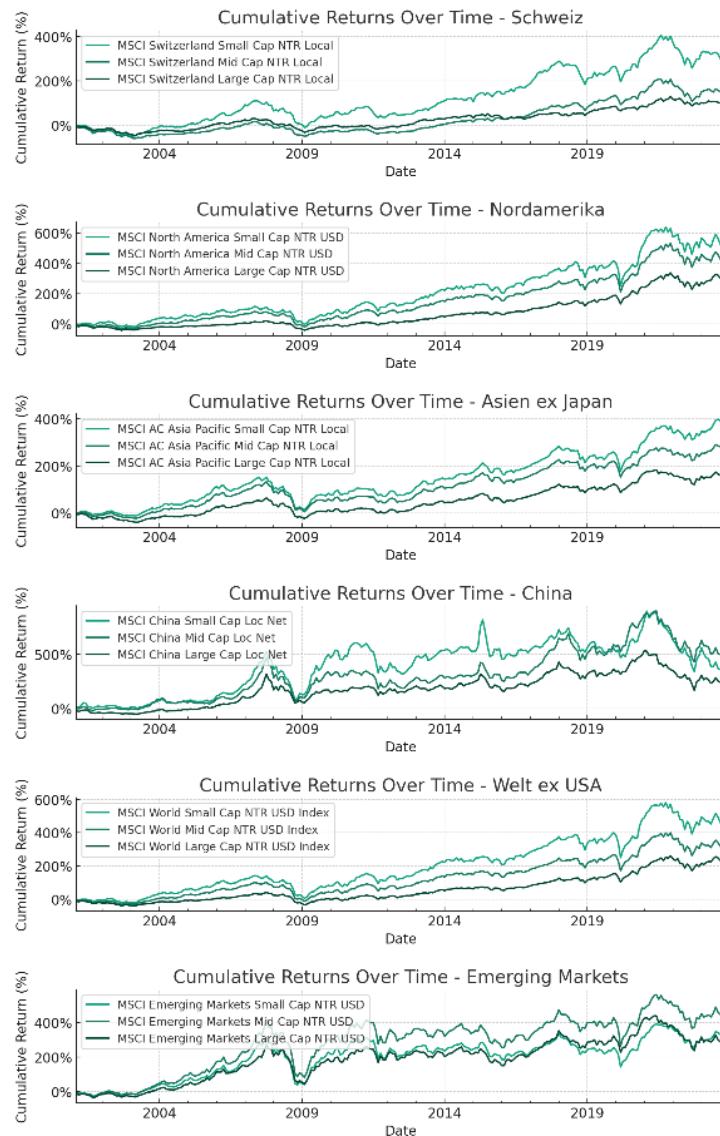


Abbildung 7 Kumulative Renditen über verschiedene Regionen nach Typ, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

In der Darstellung unten werden die annualisierten rollierenden Volatilitäten von Small Cap, Mid-Cap und Large-Cap Indizes über ein 12-Monats-Fenster dargestellt. Die Zahlen deuten auf deutliche Unterschiede in der Volatilität zwischen den drei Aktientypen hin. Small-Cap-Indizes zeigten die höchste Volatilität, was auf ein erhöhtes Risiko in diesem Segment hindeutet. Dies kann einerseits auf die geringere Marktkapitalisierung bzw. Liquidität und andererseits auf die höhere Sensitivität gegenüber marktspezifischen und makroökonomischen Veränderungen zurückzuführen sein. Small-Cap-Firmen sind generell kleinere Firmen mit weniger breiten und etablierten Geschäftsmodellen. Mid-Cap-Indizes wiesen eine mittlere Volatilität auf, was auf ein ausgewogeneres Risiko-Rendite-Verhältnis hinweist. Dies könnte auf eine bessere Kapitalisierung und Stabilität im Vergleich zu Small-Caps sowie auf Wachstumspotenziale im Vergleich zu Large-Caps zurückgeführt werden. Large-Cap-Indizes zeigten die geringste Volatilität, was auf Stabilität und geringeres Risiko von Unternehmen mit grosser Marktkapitalisierung hindeutet. Dies könnte auf ihre etablierten Geschäftsmodelle, grösseren Ressourcen und stärkere Marktpräsenz zurückzuführen sein

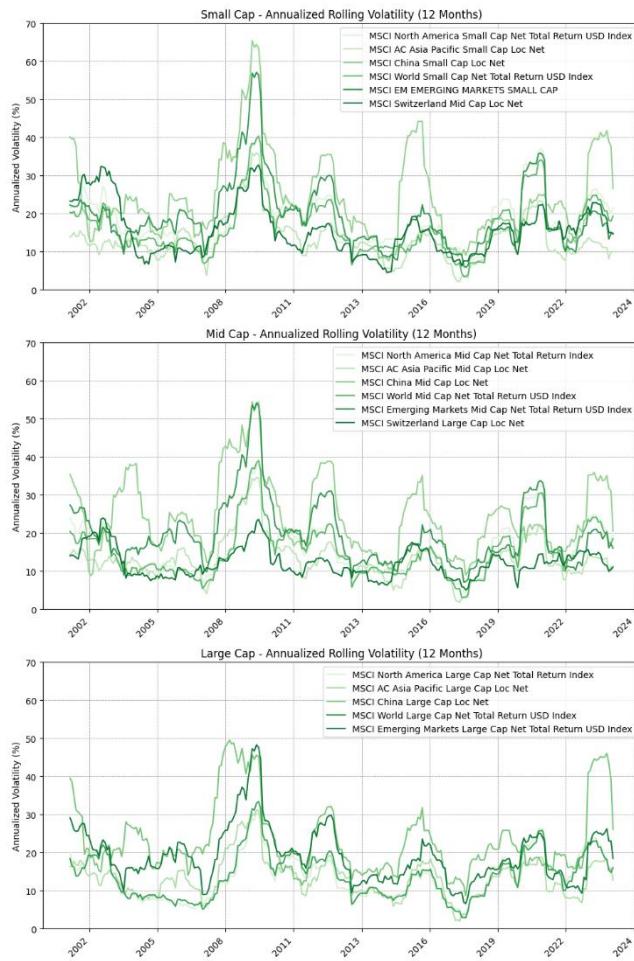


Abbildung 8 Rollierende Volatilitäten nach Typ, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung.

2.1.3.4 Zyklikalität

Zyklikalität beschreibt die Auswirkung des Aktienkurses eines Unternehmens auf Phasen des Wirtschaftszyklus. Der Wirtschaftszyklus besteht aus Phasen des Wachstums und der Rezession, die auf Unternehmensgewinne und Aktienpreise Auswirkungen haben.

Es bestehen zwei Arten zur Messung (Indikation) der Zyklikalität. Bei der «direkten» Art werden Aktienpreisveränderungen gegenüber Veränderung von Wirtschaftsindikatoren gegenübergestellt. Bei der «indirekten Art» wird das Aktienpreis-Beta gegenüber dem Gesamtmarkt gestellt, um die Aktienpreise Veränderung im Vergleich zum Gesamtmarkt zu beurteilen.

Um die «direkte» Zyklikalität von Aktien zu bestimmen, werden Korrelation mit makroökonomischen Indikatoren gemessen und diese entsprechend ihrer Korrelationskoeffizienten beurteilt. Typische Variablen für Wirtschaftsindikatoren sind Bruttoinlandsprodukt (BIP), Arbeitslosenquoten oder Konsumausgaben. Eine hohe Korrelation des Aktienpreises zu diesen Indikatoren deutet auf eine hohe Zyklikalität hin.

Für die Bestimmung der «indirekten» Zyklikalität wird der Beta-Wert einer Aktie im Vergleich zum Gesamtmarkt (z.B. Aktienindex) betrachtet, um ihre Volatilität und damit ihre Zyklikalität einzuschätzen.

Pro-zyklische Aktien sind stark von der wirtschaftlichen Entwicklung abhängig. In Zeiten wirtschaftlichen Aufschwungs performen sie überproportional gut, während sie in Rezessionen überproportional an Wert verlieren.

Zyklische-Branchen:

- Automobilindustrie
- Rohstoffe
- Bauwirtschaft
- Luxusgüter
- Reise- und Freizeitbranche

Als nicht-zyklische bzw. defensive Aktien gelten solche, deren Performance wenig von den Wirtschaftszyklen abhängig sind. Hier handelt es sich um Unternehmen die Produkte und Dienstleistungen erstellen, die unabhängig von der Wirtschaftslage gefragt werden. Diese Performance dieser Aktien ist «wirtschaftsunabhängig». Es ist aber anzumerken, dass die Performance dieser Aktien von der aktuellen Marktstimmung beeinflusst werden und somit ebenfalls vom Markt beeinflusst werden.

Nicht-zyklische-Branchen:

Gesundheitswesen

Versorgungsunternehmen

Lebensmittelindustrie

Konsumgüter des täglichen Bedarfs

Semi-zyklische Aktien befinden sich zwischen zyklischen und defensiven Aktien. Sie sind von wirtschaftlichen Zyklen beeinflusst, jedoch weniger als rein zyklische Aktien.

Semi-zyklische-Branchen:

- Telekommunikation
- Einzelhandel
- IT-Dienstleistungen

Das Bild unten zeigt die quartalsweise Performance des MSCI USA Cyclical Sectors Index (USD) sowie des MSCI USA Defensive Sectors Index (USD) von März 1999 bis September 2023. Der Index mit zyklischen Sektoren weist grössere Schwankungen auf, was im Bild mit der rollierenden Volatilität bestätigt wird.

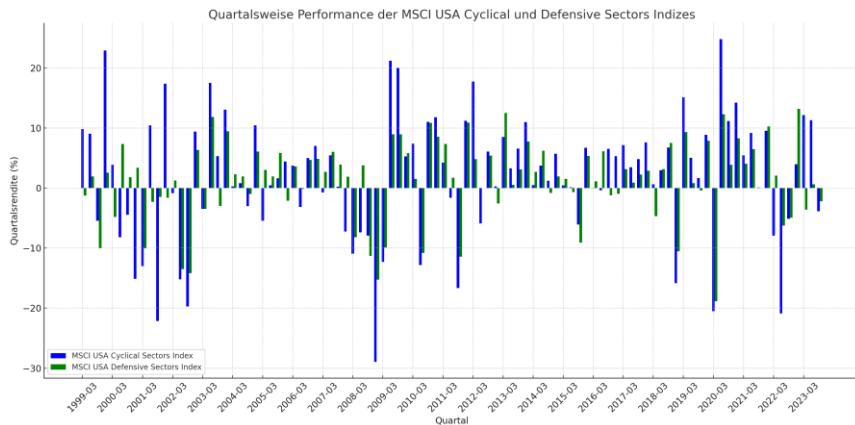


Abbildung 9 Quartalsweise Performance MSCI USA Cyclical Sectors Index und MSCI USA Defensive Sectors Index, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

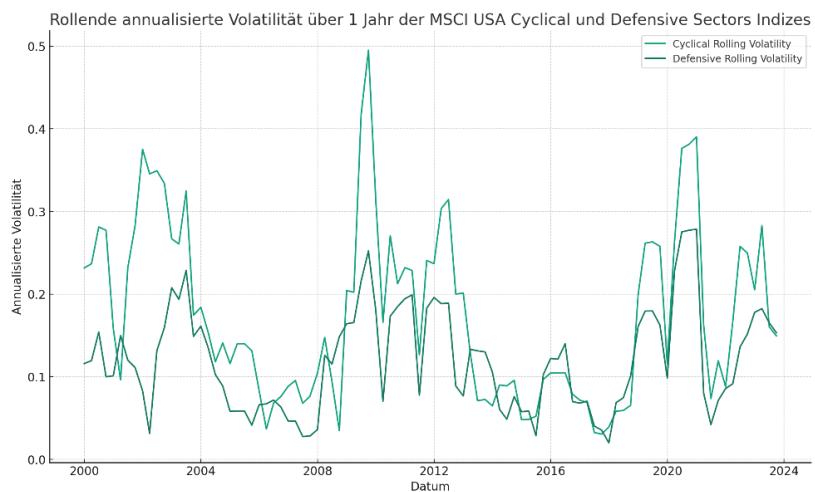


Abbildung 10 Rollierende Volatilität über 1 Jahr MSCI USA Cyclical Sectors Index und MSCI USA Defensive Sectors Index, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

2.1.4 Risiko- und Rendite-Profil

In diesem Kapitel wird das historisch beobachtete Verhalten der unterschiedlichen Subkategorien aus einer Risiko-/Renditeperspektive betrachtet.

2.1.4.1 Verwendete Indizes

Für die Analysen werden, wenn immer möglich, die Indizes der SAA-Benchmarks verwendet. Für den Fall, dass zu wenig Historie vorhanden, wird auf Proxies zurückgegriffen. Die zur Analyse verwendete Periode ist Dezember 1998 bis Ende November 2023.

Listed Equity CH

Die Benchmark für die Subkategorie «Listed Equity CH» ist der Swiss Exchange Swiss Performance Index (SPI).

Der Index erlaubt einen detaillierten Einblick in das Marktverhalten über verschiedene Zyklen hinweg, auch in Krisenzeiten.

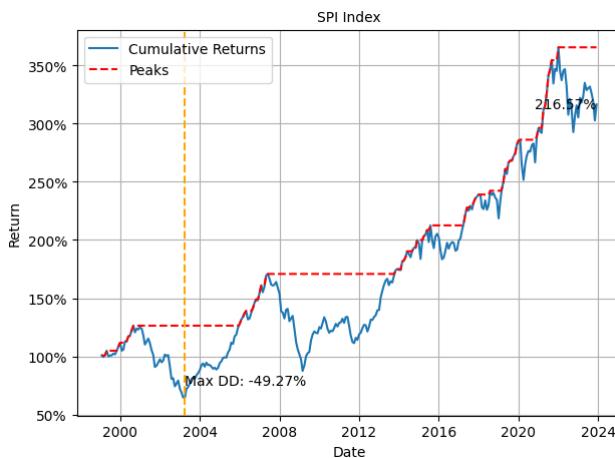


Abbildung 11 Kumulative Performance und Draw Downs Listed Equity CH, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Listed Equity Europe Non-CH

Die Benchmark für die Subkategorie «Listed Equity Europe Non-CH» ist der MSCI Europe ex Switzerland IMI Net TR (hCHF) Index (HF750518 Index). Aufgrund der zu kurzen Zeitreihe dieses custom Index wurde der Proxy MSCI Europe local currency (NDDLE15 Index) verwendet.



Abbildung 12 Kumulative Performance und Draw Downs Listed Equity Europe Non-CH, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Währungsbewegungen werden entsprechend in diesem Proxy nicht berücksichtigt (local), was der effektiven Betrachtung des in der SAA verwendeten Hedged-CHF Index mit Ausnahme der Hedgekosten am nächsten kommt. Die

zusammengefasste Grafik unten präsentiert den Vergleich der kumulierten Renditen sowie der gleitenden Mittelwerte und der gleitenden Volatilitäten (Standardabweichungen) über den maximalen verfügbaren Zeitraum für die beiden Indizes: den MSCI Europe ex Switzerland IMI Net TR (hCHF) Index (HF750518 Index) und den MSCI Europe Local Currency (NDDLE15 Index) der bei der Analyse als Proxy dient. Die deutliche Übereinstimmung der Renditen, der Mittelwerte und der Volatilitäten in den drei Teilgrafiken bestätigt die Eignung des MSCI Europe Local Currency Index als geeigneten Proxy für den MSCI Europe ex Switzerland IMI Net TR (hCHF) Index.

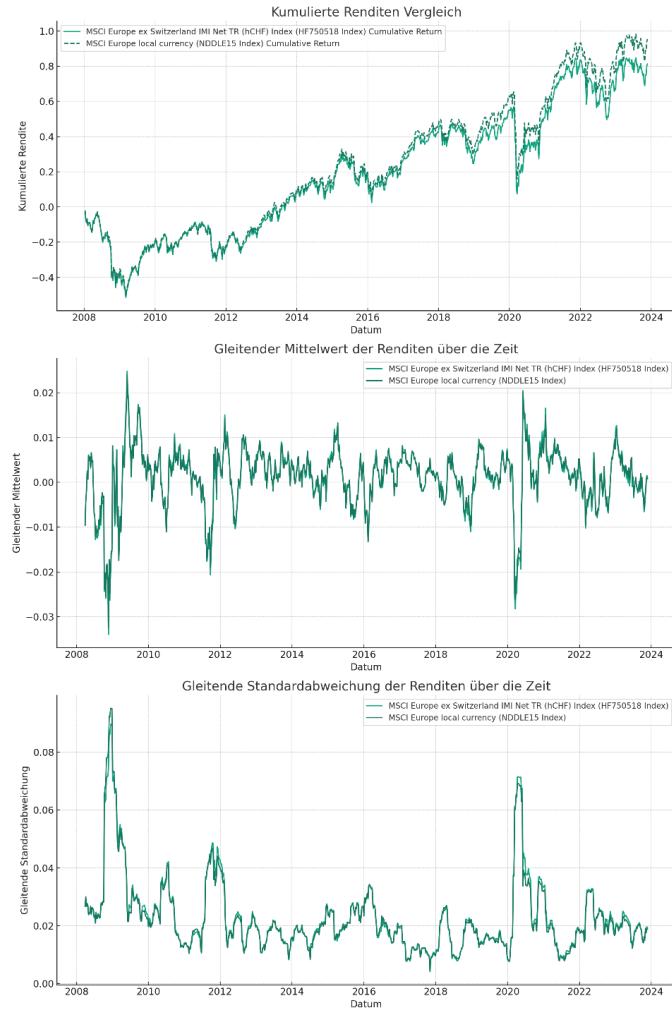


Abbildung 13 Performance und Risiko-Vergleich MSCI Europe ex Switzerland IMI vs. MSCI Europe local Currency, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Listed Equity North America

Die Benchmark für die Subkategorie «Listed Equity North America» ist der MSCI North America IMI Net TR (hCHF) Index (HF750519 Index).

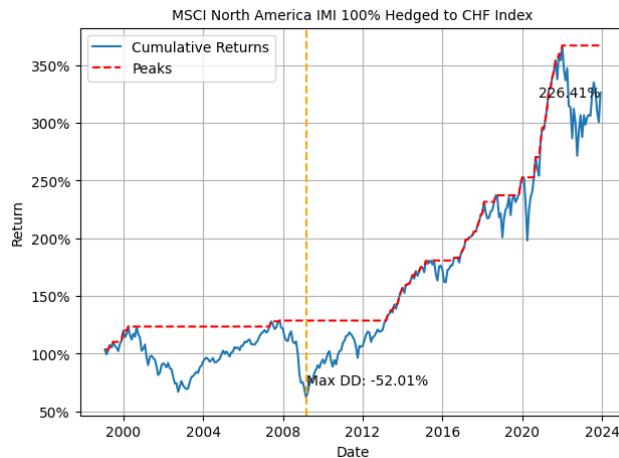


Abbildung 14 Kumulative Performance und Draw Downs Listed Equity North America, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Listed Equity Pacific

Die Benchmark für die Subkategorie «Listed Equity Pacific» ist der MSCI Pacific IMI Net TR (hCHF) Index (HF750520 Index).

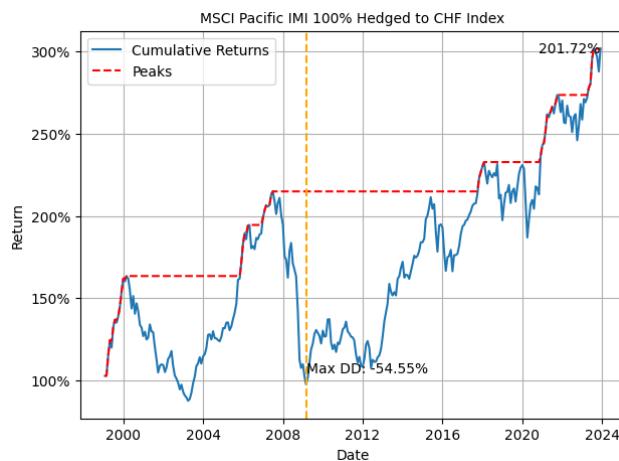


Abbildung 15 Kumulative Performance und Draw Downs Listed Equity Pacific, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Listed Equity EM Non-China

Die Benchmark für die Subkategorie «Listed Equity EM Non-China» ist der MSCI Emerging Markets ex China Net TR (Unhedged, USD) Index (M1CXBRV Index).



Abbildung 16 Kumulative Performance und Draw Downs Listed Equity EM Non-China, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Listed Equity EM China

Die Benchmark für die Subkategorie «Listed Equity EM China» ist der MSCI China All Shares Net TR (Unhedged, USD) Index (MXCNANM Index). Aufgrund der zu kurzen Zeitreihe dieses Custom Index wurde der Proxy MSCI China Net Total Return Index (Unhedged, CHF) (NDDLE15 Index) verwendet.



Abbildung 17 Kumulative Performance und Draw Downs Listed Equity EM Non-China, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Die untere Grafik zeigt den Vergleich der kumulierten Renditen sowie der gleitenden Mittelwerte und Volatilitäten (Standardabweichungen) über den verfügbaren Zeitraum für den MSCI China All Shares Net TR (Unhedged, USD) Index (MXCNANM Index) und den MSCI China Net Total Return (Unhedged, USD) Index (NDEUCHF Index), wobei letzterer in der Analyse als Proxy dient. Die Ähnlichkeit der Renditen, Mittelwerte und Volatilitäten in den drei Teilgrafiken untermauert die Eignung des MSCI China Net Total Return (Unhedged, USD) Index als passenden Proxy für den MSCI China All Shares Net TR (Unhedged, USD) Index.



Abbildung 18 Performance und Risiko-Vergleich MSCI China All Shares vs. MSCI China, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Die untere Grafik vergleicht die jährlichen Renditen aller verwendeten Listed Equity Indizes.

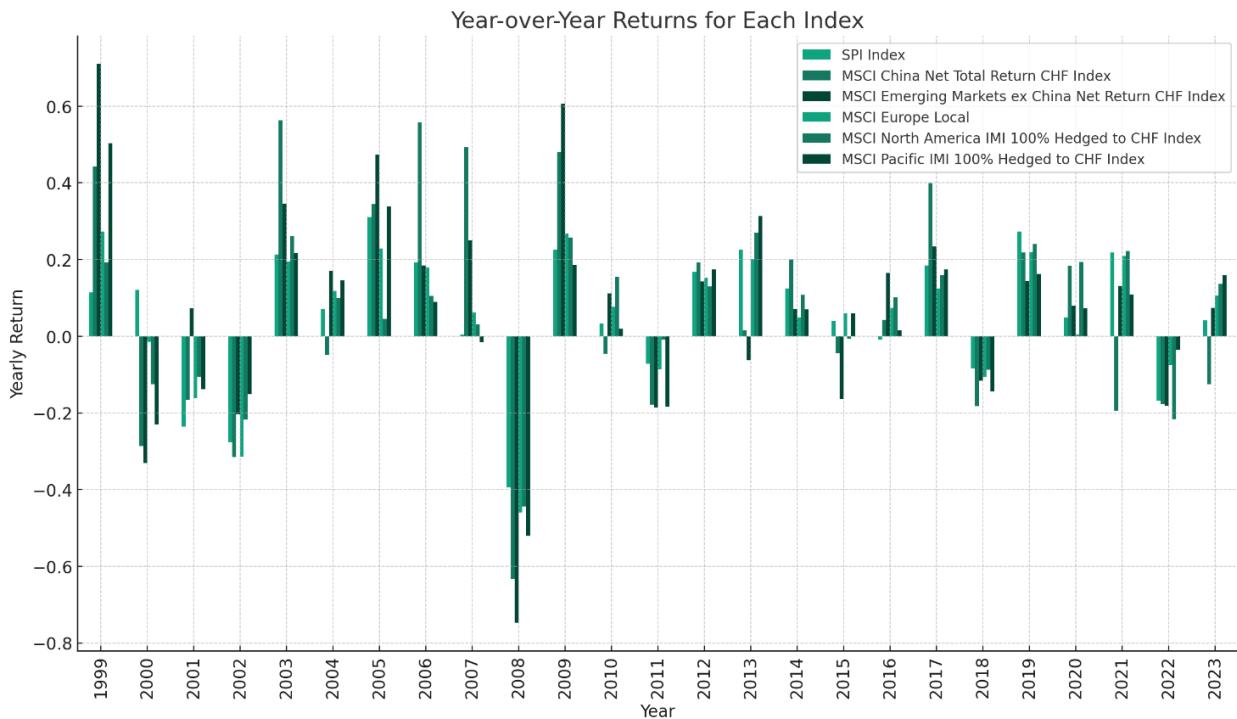


Abbildung 19 YoY Renditen Listed Equity: Bloomberg, eigene Darstellung

2.1.4.2 Historische Renditen

Die Grafiken unten (zwei Grafiken pro Index) zeigen jeweils die folgenden Analysen:

1. Monatliche Renditeverteilung (Darstellung links):

Diese Grafik zeigt die monatliche Renditeverteilung pro Index über den gegebenen Zeitraum.

Histogramm: Das Histogramm gibt die Häufigkeit der monatlichen Renditen in verschiedenen Bereichen an.

Fat Tails: Die fettgedruckten Linien links und rechts zeigen Bereiche der Verteilung an, die stärker ausgeprägt sind als bei einer normalen Gaußschen Verteilung. Ein hoher Wert für die Kurtosis deutet auf sogenannte «Fat-Tails» hin.

VaR (Value at Risk): Dies gibt das maximale potenzielle Verlustrisiko über einen Monat bei einem gegebenen Konfidenzniveau (hier 95%) an.

Gaußsche Verteilung: Diese Linie repräsentiert die normale Verteilung der monatlichen Renditen und dient als Referenz für die tatsächliche Verteilung.

2. Kumulierte Rendite vs. Monatsrenditen (Darstellung rechts)

Diese Grafik stellt den kumulierten Renditeverlauf über den gegebenen Zeitraum (Linie) gegenüber den monatlichen Renditen dar (Balken).

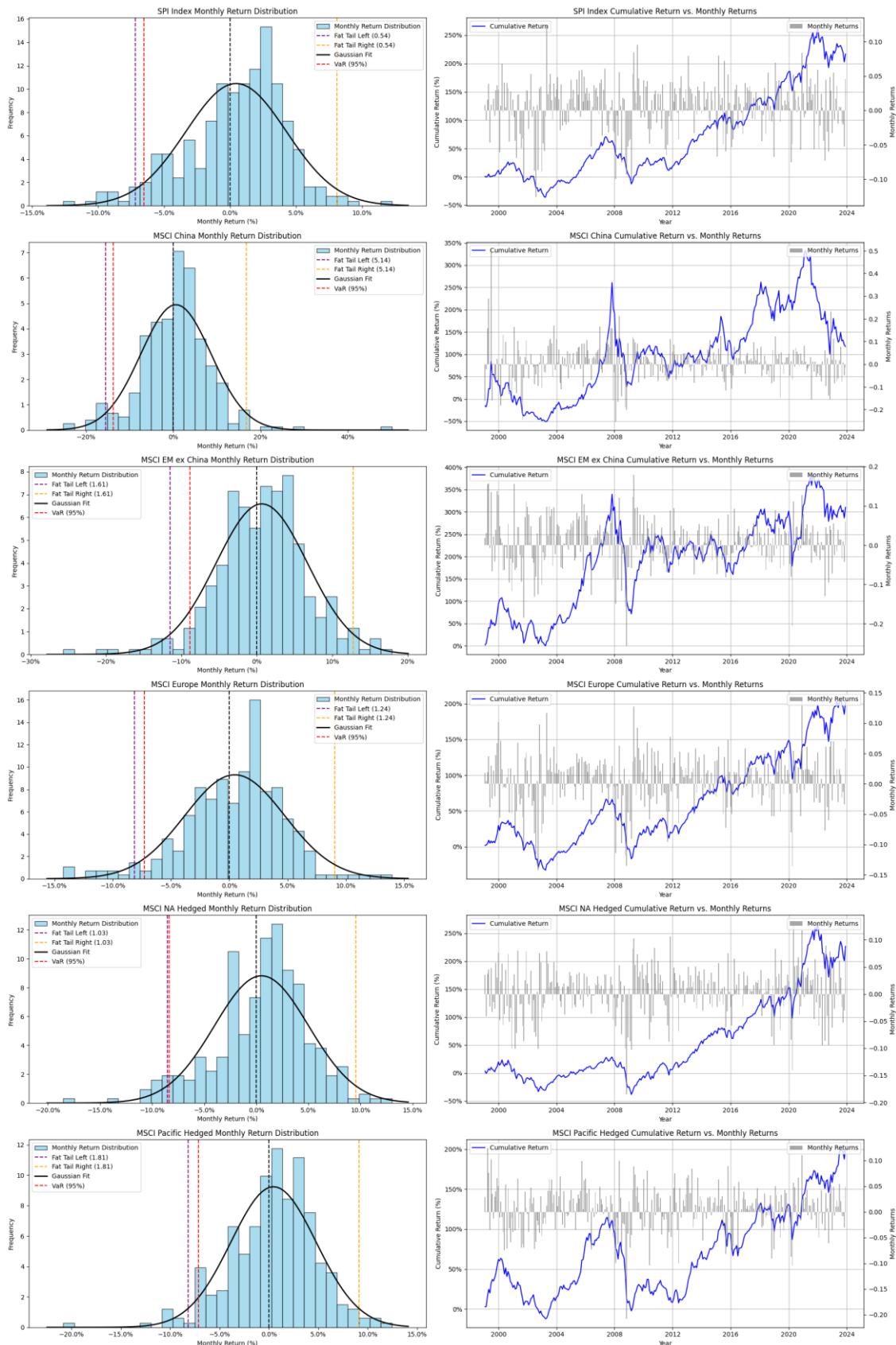


Abbildung 20 Return Distribution Listed Equity, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

2.1.4.3 Annualisierte Volatilitäten

Die Grafik zeigt die annualisierten Volatilitäten über einen rollierenden Zeitraum von 1 Jahr der Subkategorien.

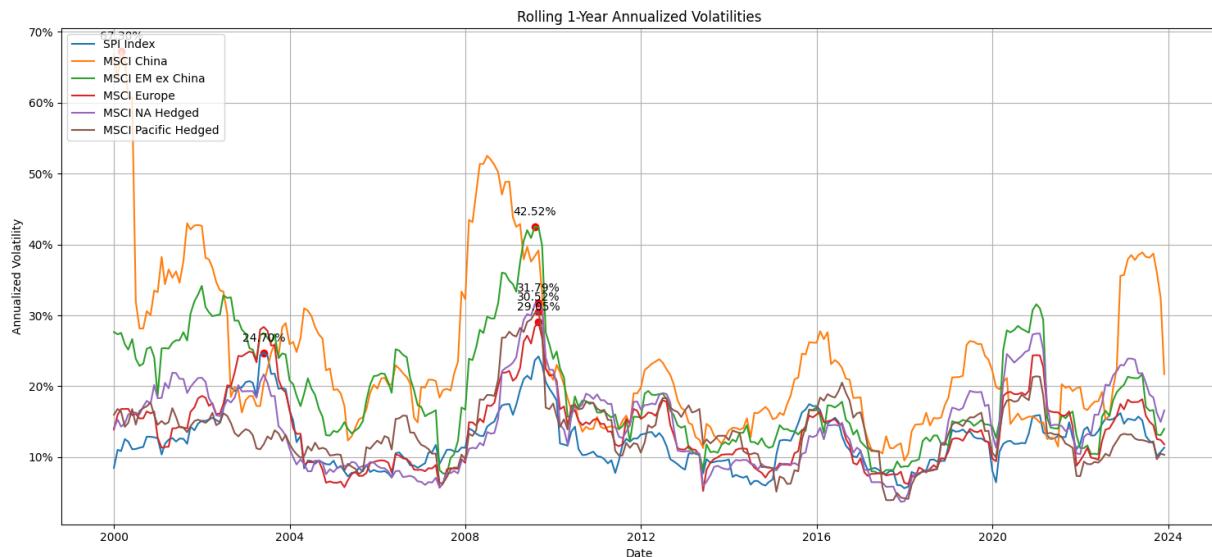


Abbildung 21 Volatilitäten Listed Equity, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

2.1.4.4 Korrelationen

Die Grafik zeigt die dynamischen Beziehungen zwischen verschiedenen Listed Equity Indizes im Laufe der Zeit. Anstelle einer statischen, punktuellen Korrelationsmatrix wird hier die durchschnittliche rollierende Korrelation dargestellt. Diese Methode berechnet den Durchschnitt der Korrelationen zwischen allen Paaren von Indizes, und zwar in einem gleitenden Zeitfenster von einem Jahr. Dadurch wird ersichtlich, in welchen Zeiträumen die Indizes stärker oder schwächer miteinander korreliert waren. Dieses Vorgehen ermöglicht es, Veränderungen in den Beziehungen und Abhängigkeiten der Indizes über die Zeit zu erfassen und zu verstehen, wie sich diese Beziehungen in verschiedenen Marktphasen entwickeln.

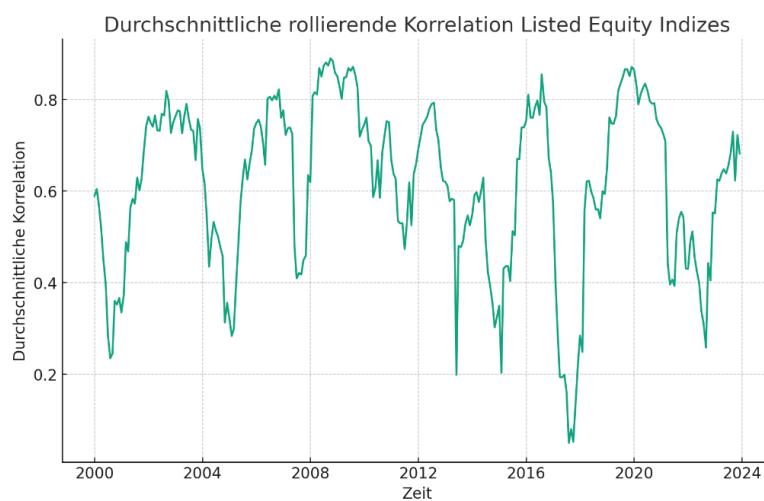


Abbildung 22 Durchschnittliche Korrelationen Listed Equity Indizes über die Zeit, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Die Korrelations-Heatmap unten zeigt die Beziehungen zwischen den verschiedenen Listed Equity Indizes über die gesamte Betrachtungsperiode. Jedes Element der Heatmap stellt den Korrelationskoeffizienten zwischen zwei Indizes dar.

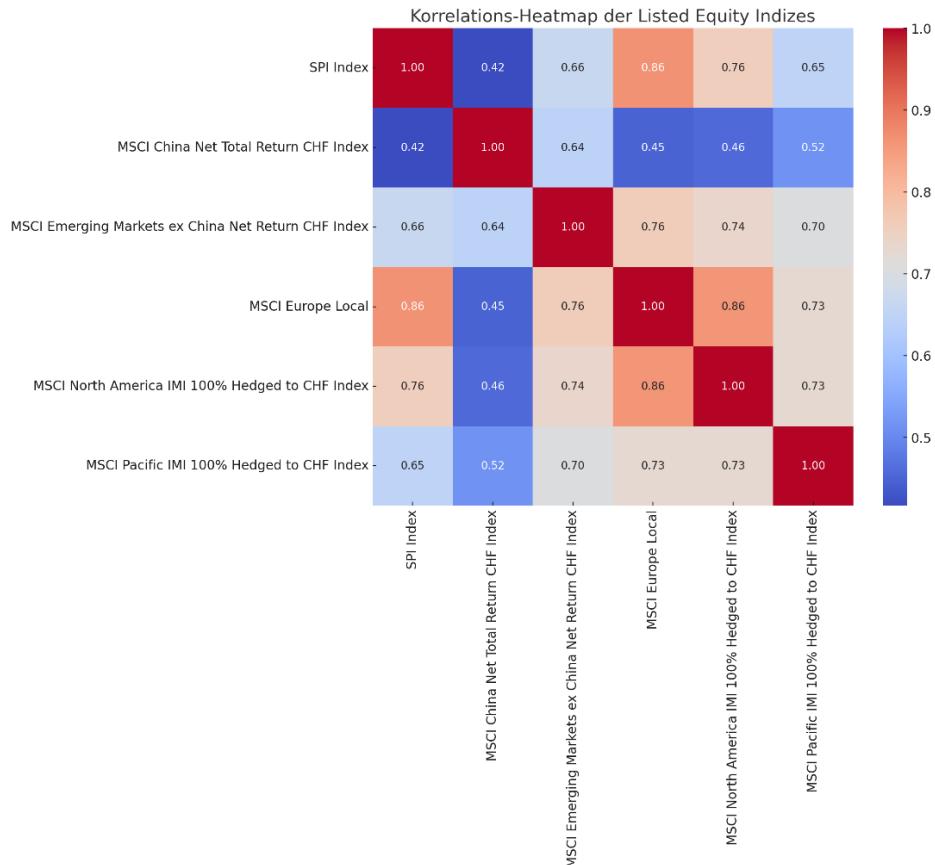


Abbildung 23 Korrelations-Heatmap Listed Equity Indizes, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

2.1.4.5 Verhalten in Krisen

Die nachfolgende Analyse zeigt die kumulierten Renditen während historischen Krisenperioden. Die gewählten Zeitpunkte in der Krise entsprechen nicht der exakten Definition der Krisenperiode. Sie wurden so ausgewählt, dass sie den durchschnittlichen maximalen Verlust der Indizes widerspiegeln, und ermöglicht es, einen extremeren Effekt zu erkennen.

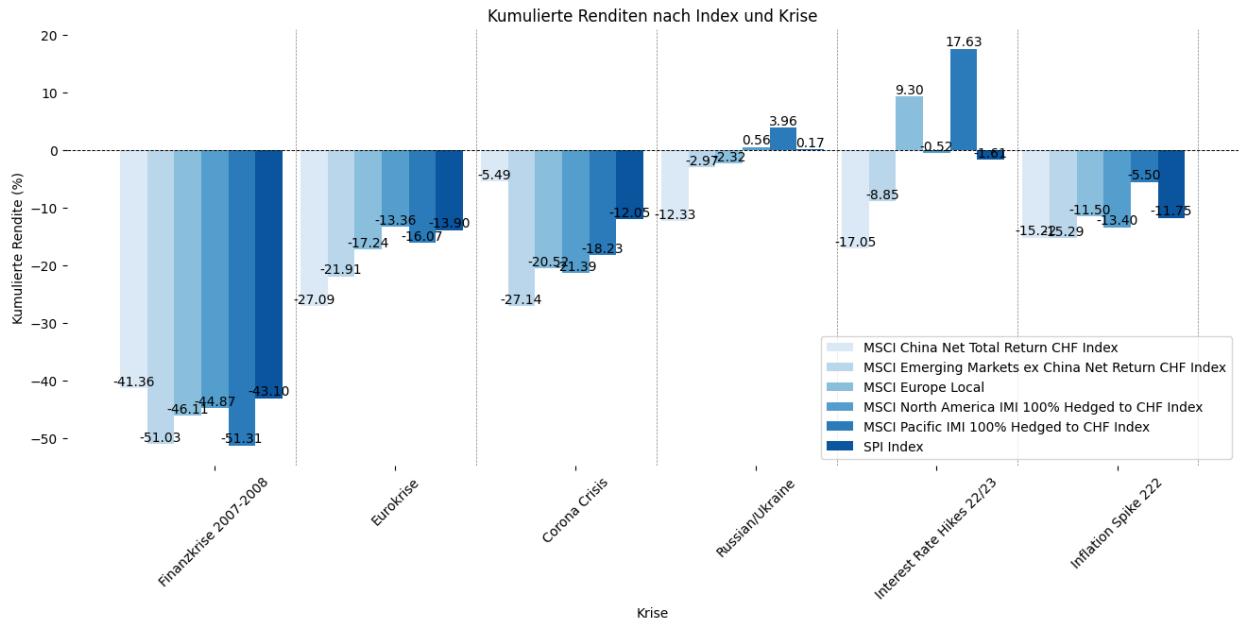


Abbildung 24 Krisenverhalten, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Finanzkrise 2007-2009 (1. August 2007 - 5. März 2009):

Diese Krise war geprägt von extremen Verlusten der Equity-Indizes. Die kumulierten Renditen zeigen deutlich, wie ähnlich die Subkategorien reagierten. Alle betrachteten Indizes erlitten massive Verluste, was die weitreichenden Auswirkungen der Finanzkrise auf die globalen Märkte illustriert.

Eurokrise 2011 (17. Februar 2011 - 20. September 2011):

Während der Eurokrise, ausgelöst durch Staatsschuldenprobleme in der Eurozone, verzeichneten die Emerging Markets- und China-Indizes höhere Verluste als der MSCI Europe. Dies ist auf eine erhöhte Risikoaversion der Investoren und die Anfälligkeit der Emerging Markets für globale Finanzschocks zurückzuführen, was zu Kapitalabflüssen führte. Zusätzlich beeinträchtigten die Handelsbeziehungen mit Europa und die erwartete geringere Nachfrage nach Exporten aus China und den Emerging Markets deren Wirtschaftsleistung und Indexperformance.

Corona-Krise (19. Februar 2020 - 23. März 2020):

Diese kurze, aber heftige Krise führte zu einem starken Einbruch fast aller betrachteter Subkategorien. Die kumulierten Renditen reflektieren die schnelle und tiefe Reaktion der Märkte auf die Pandemie. Auch hier sehen wir einen extremen Rückgang bei den Emerging Markets, was analog zur Eurokrise auf die Risikoaversion der Investoren zurückzuführen ist.

Russisch-Ukrainische Krise (24. Februar 2022 - 14. März 2022):

Die geopolitischen Spannungen und Unsicherheiten dieser Krise führten zu unterschiedlichen Renditen der Subkategorien. Regionen, die enge Verbindungen zu den betroffenen Regionen hatten, haben am meisten eingebüßt.

Zinserhöhungen (16. März 2022 - 27. Juli 2023):

Diese Phase war geprägt von Zinserhöhungen, die unterschiedliche Auswirkungen auf die Aktien Indizes hatten.

Inflationsanstieg (16. August 2022 - 30. September 2022):

In diesem Zeitraum verzeichneten alle Indizes negative Renditen aufgrund der regional teilweise hohen Inflation.

2.1.5 Verhalten und Marktphasen

Fundamental betrachtet stellt die Beteiligung am Eigenkapital die direkteste Form der Partizipation am Wirtschaftswachstum dar. Die Aktionäre profitieren von den Erträgen (Dividenden), steigenden Gewinnen (Wachstum), tragen die Verluste und verlieren alles bei gescheiterten Geschäftsmodellen. Um das Marktverhalten von Aktien zu verstehen, muss das System des globalen Aktienmarktes verstanden werden. Weltweit sind mehr als 40'000 Unternehmen an einer Börse kotiert⁶. Jedes dieser Unternehmen hat ein spezifisches Geschäftsmodell, eine eigene Governance, Prozesse, Mitarbeiter, Kundengruppen, Absatzmärkte, Lieferanten, unterschiedliche Bilanzstrukturen, usw. Analysten von verschiedenen Banken, Asset Managern und Research Häusern sowie private Akteure analysieren die Unternehmen mit unterschiedlichen Ansätzen (quantitativ, fundamental) und tätigen basierend darauf Käufe und Verkäufe, was die Kurse letztlich bestimmt. Die Weltwirtschaft ist zudem sehr stark vernetzt (Globalisierung), so dass Veränderungen in einem lokalen Markt auch bedeutenden Einfluss auf andere lokale Märkte haben können, was die Interaktion zwischen den Akteuren erhöht. Die Komplexität des globalen Aktienmarktes ist aufgrund dieser enorm vielschichtigen Informationen und Akteure sowie der starken Vernetzung sehr hoch. Vergleicht man es mit anderen Anlageklassen oder isolierteren lokalen Märkten, wo deutlich weniger Akteure auf eine geringere Anzahl an relevanten Informationen treffen bzw. eine stärkere Abschirmung gegenüber anderen Märkten besteht, gilt der Aktienmarkt als eines der komplexesten Systeme überhaupt. Wenn man sich mit kotierten Aktien als Anlageklasse auseinandersetzt, sollte man sich dieser Komplexität bewusst sein.

Einige Faktoren, die auf die Aktienmärkte wirken sind unternehmensspezifische Fundamentaldaten, Rahmenbedingungen, Gerüchte, Ängste und Hoffnungen, deren Einfluss auf die Preise je nach Marktphase unterschiedlich sein können. So gibt es Phasen, in denen die Fundamentaldaten der Unternehmen in den Hintergrund rücken, weil sich die Rahmenbedingungen verändern (z.B. über tiefere Zinsen). Andererseits haben überraschende Wendungen in den erwarteten Gewinnen meist einen sehr starken Einfluss auf die Aktienkurse, ungeachtet der Rahmenbedingungen (z.B. Finanzkrise). Die aktuelle Stimmung an den Kapitalmärkten insgesamt lässt sich sehr vereinfacht an den Aktienmärkten ablesen. Nicht umsonst werden die Aktien und deren Volatilitäten auch als das Stimmungsbarometer bzw. Fiebermesser der Kapitalmärkte bezeichnet. In den folgenden Abschnitten werden einige der einflussreichsten Faktoren auf die Aktienmärkte beschrieben. Anschliessend wird das Investorenverhalten in unterschiedlichen Phasen anhand dieser Faktoren generalistisch beschrieben.

2.1.5.1 Fundamentaldaten

Mit der Bewertung von unternehmensspezifischen Fundamentaldaten kann der innere Wert einer Aktie ermittelt werden. Dazu gibt es unterschiedliche Ansätze. Die gängigste Methode basiert darauf, dass der Barwert aus zukünftigen Erträgen oder Cash-Flows ermittelt wird. Weitere Methoden sind das Substanzwertverfahren, welches den Unternehmenswert

⁶ Quelle: The World Bank, Listed Domestic Companies Total, 2019

anhand der Buchwerte inkl. den stillen Reserven abzüglich aller Schulden definiert oder dem Multiplikator Verfahren bei dem der Wert anhand von vergleichbaren Unternehmen ermittelt wird. Dabei werden bestimmte Kennzahlen (wie z.B. das KGV) von Unternehmen im gleichen Sektor oder mit ähnlicher Bilanzstruktur zur Bewertung herangezogen.

Finanzielle Kennzahlen	Unternehmensstrategie und -struktur
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Buchwert pro Aktie ▪ Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) ▪ Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) ▪ Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV) ▪ PEG-Ratio ▪ Dividendenrendite ▪ Eigenkapital und Fremdkapital ▪ Umsatz und Gewinn ▪ Gewinn- und Verlustrechnungen ▪ Kapitalflussrechnungen ▪ Ergebnisrechnungen ▪ Ertragslage ▪ Kostenstruktur ▪ Lohn- und Gehaltskosten ▪ Produktionskosten 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Geschäftsstruktur ▪ Know-how ▪ Innovationsfähigkeit ▪ Zukunftschancen der Produkte ▪ Qualität des Managements ▪ Stärken und Schwächen des Unternehmens ▪ Management-Philosophie

Tabelle 4 Kennzahlen bei der Unternehmensbewertung, Quelle: Microsoft Bing Chat, Januar 2023

2.1.5.2 Markt- und Branchenbedingungen

Die Preisgestaltung von Aktien ist neben fundamentalen Informationen ebenfalls abhängig von den vorherrschenden Rahmenbedingungen. So können zwei ähnliche Unternehmen des gleichen Sektors in unterschiedlichen Domizilländern bzw. mit unterschiedlichen Absatzmärkten sehr verschieden bewertet werden. Das Risiko für Aktienanlagen in einem Entwicklungsland wird allgemein als höher eingeschätzt als das Risiko für Aktien von entwickelten Ländern. Ein Grund dafür ist die u.U. höhere Rechtssicherheit in entwickelten Ländern. Auch die wirtschaftliche Verfassung des Domizillandes kann eine Rolle spielen, wenn z.B. höhere Unternehmenssteuern eingeführt werden, um ein Loch im Staatshaushalt zu füllen. Direkt betroffen sind Unternehmen von der Entwicklung des jeweiligen Wirtschaftszweiges in der das Unternehmen tätig ist. Dazu zählen auch die Konkurrenzsituation und damit das Angebot sowie die Kaufkraft der Kundschaft und damit die Nachfrage.

2.1.5.3 Makroökonomische Faktoren

Neben den unternehmens- und branchenspezifischen Faktoren sind Unternehmen verschiedenen makroökonomischen Faktoren ausgesetzt. Die folgende Aufzählung nennt einige dieser Faktoren⁷:

- **Wirtschaftswachstum** (Economic Growth): Das Wachstum der Wirtschaft kann die Ertragsaussichten eines Unternehmens beeinflussen und damit seinen Wert.
- **Zinssätze** (Interest Rates): Zinssätze können die Finanzierungskosten eines Unternehmens beeinflussen und damit seine Rentabilität und seinen Wert.
- **Inflation** (Inflation): Die Inflationsrate kann die Kaufkraft der Kunden eines Unternehmens beeinflussen und damit seine Umsätze und Gewinne.
- **Wechselkurse** (Exchange Rates): Wechselkurse können die Wettbewerbsfähigkeit eines Unternehmens auf internationalen Märkten beeinflussen und damit seinen Wert.
- **Arbeitsmarktbedingungen** (Labor Market Conditions): Die Verfügbarkeit und Kosten von Arbeitskräften können die Betriebskosten eines Unternehmens beeinflussen und damit seinen Wert.
- **Steuerpolitik** (Tax Policy): Die Steuerpolitik kann die Nachsteuergewinne eines Unternehmens beeinflussen und damit seinen Wert.
- **Politische Stabilität** (Political Stability): Die politische Stabilität kann das Geschäftsklima beeinflussen und damit die Geschäftsaussichten und den Wert eines Unternehmens.
- **Regulierung** (Regulation): Die regulatorischen Rahmenbedingungen können die Betriebskosten und die Geschäftsmöglichkeiten eines Unternehmens beeinflussen und damit seinen Wert.
- **Technologischer Fortschritt** (Technological Progress): Der technologische Fortschritt kann die Produktivität und die Geschäftsmöglichkeiten eines Unternehmens beeinflussen und damit seinen Wert.
- **Demographische Trends** (Demographic Trends): Demographische Trends können die Nachfrage nach den Produkten oder Dienstleistungen eines Unternehmens beeinflussen und damit seinen Wert.

2.1.5.4 Verhaltensbasierte Faktoren

Während den vorangegangenen Faktoren eine gewisse Rationalität zu Grunde liegt, beschäftigt sich die Lehre der Behavioral Finance mit den menschlichen Neigungen und Vorurteilen. Diese sind zwar psychologisch gut erklärbar, erscheinen aber oft nicht rational. Da die Entscheidungsträger an den Kapitalmärkten nach wie vor Menschen sind, haben verhaltensbasierte Faktoren, insbesondere im kurz- bis mittelfristigen Zeitrahmen, oft einen entscheidenden Einfluss auf die Preisgestaltung während längerfristig die Fundamentaldaten relevanter werden. So haben sich Anleger z.B. in der Entstehung der Dot-Com-Bubble von den übertriebenen Erwartungen an die New-Economy blenden lassen und sind den steigenden Kursen immer weiter nachgelaufen. Mit der Zeit hat die Tatsache über die fehlenden fundamentalen Daten dieser Firmen sich durchgesetzt und die Blase ist geplatzt. Auch hierzu gibt es verschiedene Quellen und Ansätze wovon einige der gängigsten unten aufgeführt sind⁸:

⁷ Microsoft Bing Chat, Januar 2023

⁸ Quelle: Microsoft Bing Chat, Januar 2023

- **Marktstimmung** (Market Sentiment): Die allgemeine Stimmung oder das Sentiment der Marktteilnehmer kann einen erheblichen Einfluss auf die Aktienkurse haben.
- **Angst und Gier** (Fear and Greed): Emotionen wie Angst und Gier können das Verhalten der Anleger beeinflussen und somit die Aktienkurse beeinflussen.
- **Herdenvorhalten** (Herd Behavior): Anleger neigen dazu, den Massen zu folgen, was zu übertriebenen Kursbewegungen führen kann.
- **Überreaktion und Unterreaktion** (Overreaction and Underreaction): Anleger neigen dazu, auf Neuigkeiten zu übertrieben zu reagieren, sowohl zu stark wie auch zu schwach, was zu kurzfristigen Preisverzerrungen führen kann.
- **Anker-Effekt** (Anchoring Effect): Anleger neigen dazu, sich an bestimmte Referenzpunkte zu klammern, was ihre Entscheidungen beeinflussen kann.
- **Verfügbarkeitsverzerrung** (Availability Bias): Anleger neigen dazu, Entscheidungen auf der Grundlage von Informationen zu treffen, die leicht verfügbar sind, anstatt alle verfügbaren Informationen zu berücksichtigen.
- **Bestätigungsverzerrung** (Confirmation Bias): Anleger neigen dazu, Informationen zu suchen, die ihre bestehenden Ansichten bestätigen, und Informationen zu ignorieren, die diesen widersprechen.
- **Über- und Unterschätzung** (Overconfidence and Underestimation): Anleger neigen dazu, die Wahrscheinlichkeit von extremen Ereignissen zu überschätzen und die Wahrscheinlichkeit von moderaten Ereignissen zu unterschätzen.
- **Verlustaversion** (Loss Aversion): Anleger neigen dazu, Verluste stärker zu gewichten als Gewinne, was zu risikoaversen Entscheidungen führen kann.
- **Mental Accounting** (Mental Accounting): Anleger neigen dazu, Geld in verschiedene «mentale Konten» zu teilen, was ihre Entscheidungen beeinflussen kann.

2.1.5.5 Marktphasen

Es ist historisch erkennbar, dass die Aktienpreise langfristig der Wirtschaftsleistung folgen. Das ist nachvollziehbar, denn würden die Gewinne bei stagnierenden Aktienkursen steigen, dann nähme deren eigentliche Bewertung ab, was ein Widerspruch wäre. Wenn Anleger sich rational verhalten, wägen sie alle ihnen verfügbaren Anlagemöglichkeiten ab und entscheiden sich für diejenige mit dem besten Rendite-Risiko Verhältnis basierend auf ihrer individuellen Situation. Sinkt also die Bewertung von Aktien, z.B. gemessen am Kurs/Gewinn-Verhältnis (P/E), dann nimmt die Rendite von Aktien (Kehrwert des P/E) zu. Der rationale Investor entscheidet sich bei gleichbleibenden Alternativen dazu Aktien zu kaufen, da sie ihm ein besseres Rendite/Risiko-Verhältnis bieten.

Die nachfolgende Grafik von MSCI zeigt den inflationsbereinigten Vergleich zwischen dem globalen GDP und einem entsprechend gewichteten Aktienindex.

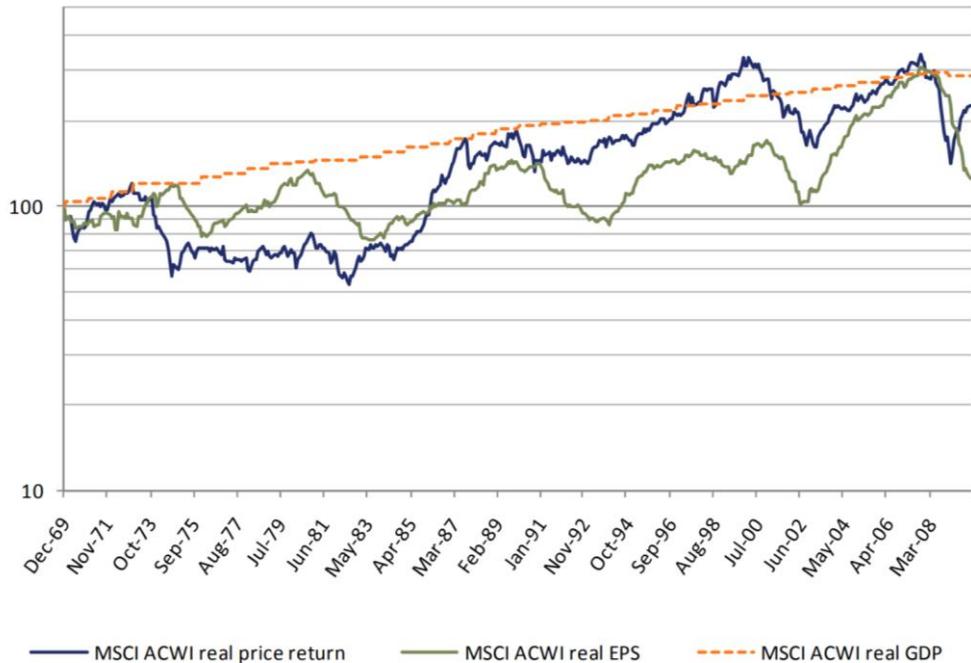


Abbildung 25 Gibt es einen Link zwischen GDP-Wachstum und Aktienrenditen? Quelle: MSCI, Mai 2010.

Die Aktienpreise laufen in den meisten Fällen den Gewinnen (EPS) voraus und können sich über längere Phasen von der Entwicklung des GDP entkoppeln. In diesen Phasen sind andere Faktoren dominierend. Seit der Finanzkrise ist die Geldpolitik ein wichtiger Einflussfaktor auf die Aktienkurse. Zwar wurde mit der Tief- und teilweise Negativzinspolitik versucht das Wachstum anzukurbeln, das ist aber nur bedingt gelungen. Stattdessen haben sich die Bewertungen von Aktien kontinuierlich ausgeweitet. Auch dieses Verhalten lässt sich erklären, da bei tiefen Zinsen die Barwerte zukünftiger Erträge durch die tieferen Diskontsätze zunehmen. Entsprechend rechtfertigen sich in Phasen tiefer Zinsen höhere Bewertungen, was sich bei gleichbleibenden Gewinnen in höheren Preisen niederschlägt. Von diesem Effekt profitieren insbesondere Wachstumsfirmen, deren erwartete Cashflows in weiter Zukunft stark zunehmen.

Back-log:

Analysen: Wachstum der Volkswirtschaft können sehr lang sehr unterschiedlich sein. Z.B. Wachstum mit zusätzlichen Aktien finanzieren, dadurch Verwässerung des Wachstum → Aus Wachstum nicht ableitbar, dass höhere Aktienrendite und darum Investitionsentscheid.

Dilution Effect? GDP Wachstum und Unternehmensgewinne.

Bewertung

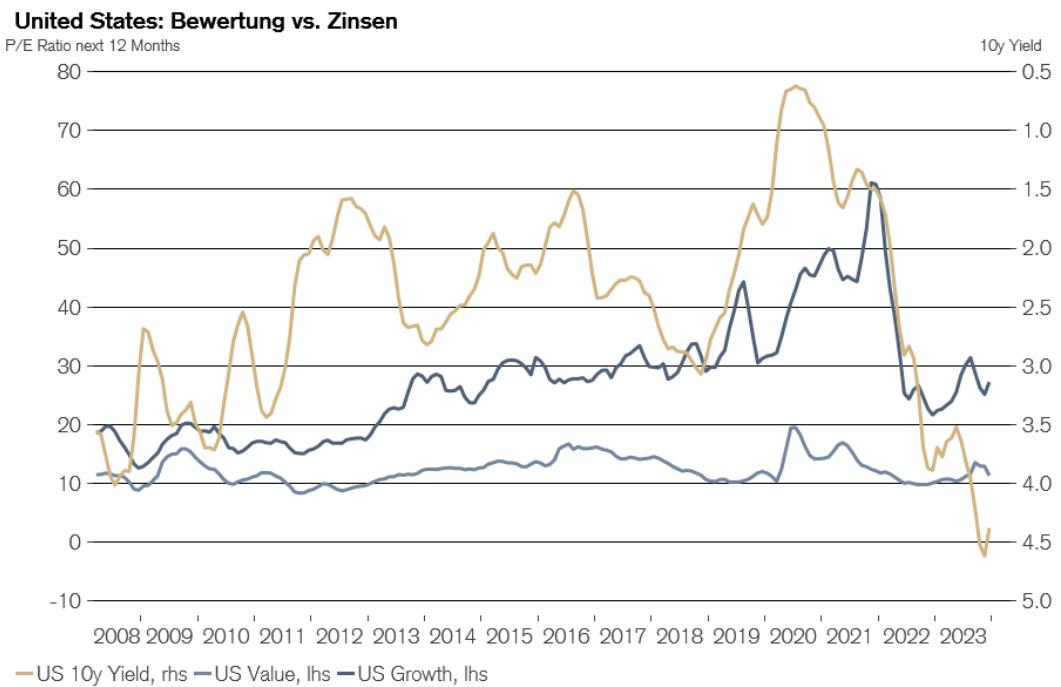


Abbildung 26 Beziehung von Zinsen und Aktienbewertungen in den USA, Quelle: Macrobond

Langfristig ist der Zusammenhang zwischen Aktien und Zinsen nicht stabil. Es gibt Perioden von positiver und negativer Korrelation. Diese teilweise sehr langen Phasen von mehreren Dekaden können eine objektive Einschätzung erschweren. Die Anleger tendieren dazu die jüngste Vergangenheit stärker zu gewichten als weiter zurückliegende Daten.

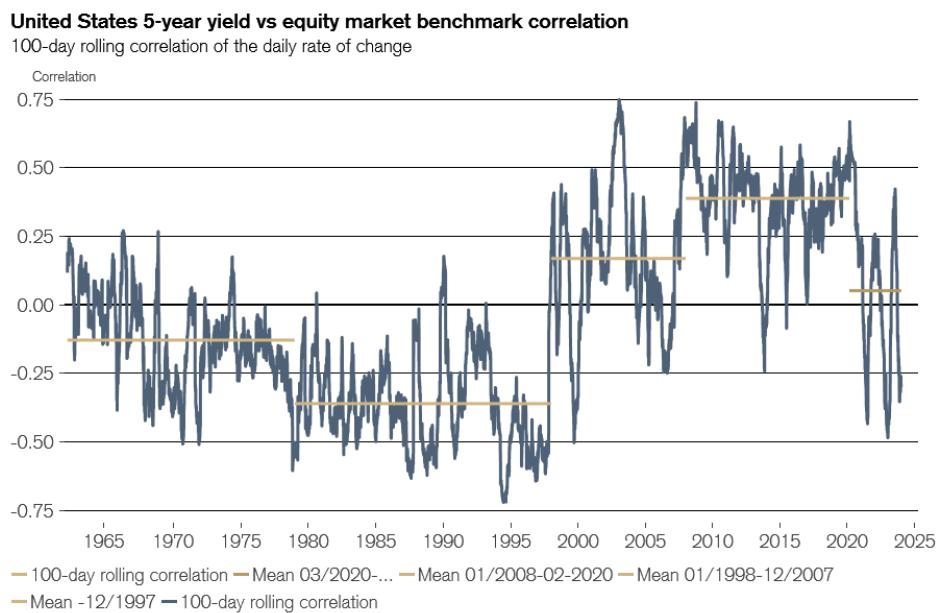


Abbildung 27 Korrelation von amerikanischen Aktien mit den 5-jahres Zinsen, Quelle: Macrobond

Kurz- und mittelfristig können verhaltensbasierte Faktoren einen sehr hohen Einfluss auf die Aktienkurse haben. Meist führen überraschende Ereignisse zu abrupten Preisbewegungen. Die Anleger müssen die neuen Informationen in kurzer Zeit verarbeiten und sich entsprechend neu positionieren. Die erste Handlung im Falle von negativen

Überraschungen sind meist starker Verkaufsdruck. Die Anleger fühlen sich nicht wohl mit der aufkommenden Unsicherheit und wollen ihr Portfolio schützen. Da zu diesem Zeitpunkt erhöhter Unsicherheit nur wenige Anleger bereit sind Risiken zuzukaufen, entsteht ein Angebotsüberhang und die Kurse beginnen schnell und stark zu fallen. Die fallenden Kurse führen zu noch mehr Angst und lösen technische Verkaufssignale aus. Ein ursprünglich rationales Verhalten wird zunehmend irrational und führt zu Übertreibungen. Sobald die Situation klarer wird, erkennen erste Investoren die ihnen gebotenen Chancen und beginnen Risiken aufzubauen. Der Markt stabilisiert sich und findet ein neues Equilibrium. Da das Equilibrium enorm komplex zustande kommt, ist meist nicht genau rekonstruierbar, wie es zu den Übertreibungen gekommen ist. Der Markt preist speziell in dieser Marktphase neben den fundamentalen Faktoren auch viel Emotionen ein. Sehr eindrückliche Beispiele in der jüngsten Vergangenheit sind der Kollaps der US Investment Bank Lehman Brothers im Oktober 2008 und der sich stark ausbreitende Coronavirus Anfang 2020. In diesen Phasen hat der Aktienmarkt massiv nach unten korrigiert und sich anschliessend über die Folgemonate wieder deutlich erholt. Letztlich ist nie klar, ob diese Bewegung zu diesem Zeitpunkt gerechtfertigt war und ob es aufgrund neuer Informationen zur Erholung/Reversal kam. Die Hauptaussage zu diesen extremen Schwankungen sollte aber sein, dass sich Aktienmärkte zeitweise nicht rational verhalten und das Equilibrium über längere Zeit höchst volatil sein kann. Fundamentale Faktoren geraten während dieser Zeit in den Hintergrund.

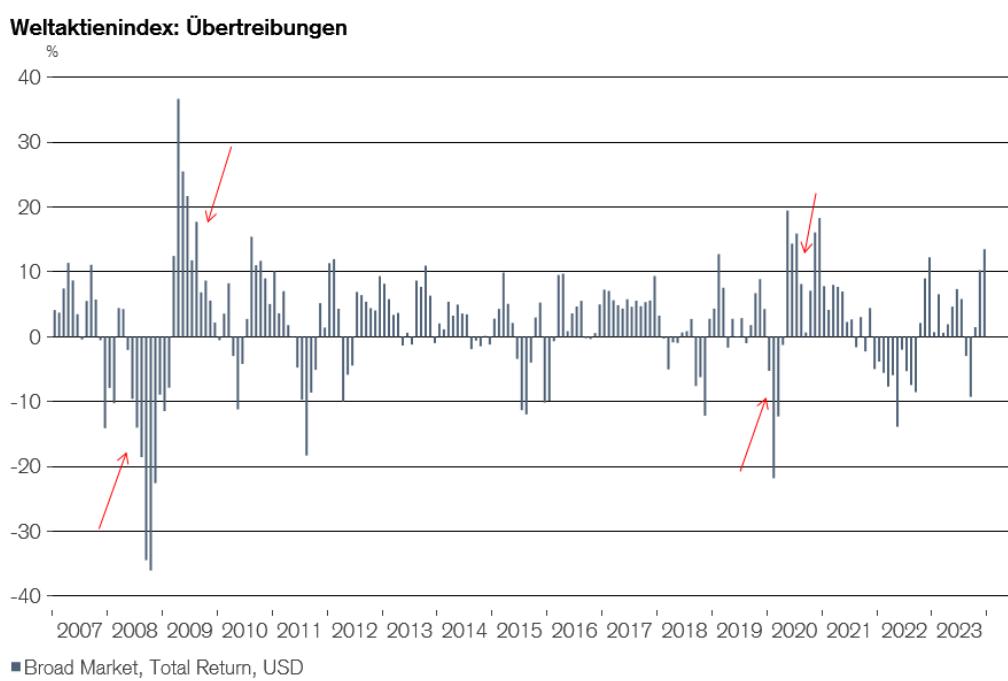


Abbildung 28 Quelle: Macrobond, Phasen von Übertreibungen und Reversals am Aktienmarkt

2.1.5.6 Exkurs: Technische Analyse

Die Verhaltensweise von Aktien folgt historisch oft ähnlichen Mustern. Die technische Analyse setzt dabei an und geht zudem davon aus, dass alle Informationen, ob öffentlich oder nicht, in den aktuellen Kursen vorhanden sind. Unter diesen Voraussetzungen können historische Muster («Patterns») identifiziert und zur Prognose von zukünftigen Bewegungen

verwendet werden. Mittels der technischen Analyse kann das Verhalten von Aktien unabhängig von der fundamentalen Betrachtung beurteilt werden. Das Verhalten und die «Biases» von Investoren können so systematisch identifiziert und mögliche Auswirkungen prognostiziert werden. Die einfachste Art der technischen Analyse ist das Erkennen von Trends. Dabei liegt die Annahme zu Grunde, dass steigende Kurse Investoren, die noch nicht investiert sind, anlocken und zu weiter steigenden Kursen führt. Mit der Erkennung von Mustern bzw. Patterns können zudem wichtige Phasen identifiziert werden. Es gibt in der Theorie unzählige Muster und Formationen. Einige sind weit bekannt und funktionieren erstaunlich oft während andere eher esoterisch anmuten. Ein sehr einfaches Muster sind die Support and Resistance Linien. Sie besagen, dass Preislevels, an denen der Kurs sich deutlich in die entgegengesetzte Richtung bewegt hat, auch beim nächsten Mal eine entsprechende Reaktion verursacht (Support, Resistance). Bei Über- oder Unterschreitung des entsprechenden Levels bekommt dieses Level die entgegengesetzte Wirkung. Ein gebrochener Support wird somit zur Resistance und umgekehrt.

Beispiel: Head and Shoulder Pattern (H&S); eine H&S Formation beschreibt ein immer wieder beobachtbares Muster, das eine Trendumkehr signalisiert. Nach einem längeren Trend (in diesem Beispiel ein Aufwärtstrend) ist die Annahme, dass viele Investoren bereits investiert sind. Nun bildet sich ein Höhepunkt, der anschliessend deutlich konsolidiert wird (linke Schulter) weil erste Investoren Gewinne mitnehmen. Investoren, die noch nicht investiert waren, nutzen die Konsolidierung für Einstiege und der vorgängige Trend wird wieder aufgenommen. Es entsteht ein neues Hoch (Kopf). Das Momentum nimmt aber deutlich ab, da der Markt in eine Transitionsphase übergegangen ist. Investoren mit Gewinnen, die von der ersten Verkaufswelle verängstigt wurden, nutzen diese Gelegenheit, um selbst Gewinne mitzunehmen. Die Kurse beginnen wieder zu fallen und finden auf Höhe des ersten Lows wieder Käufer, die es verpasst haben in die vorgängige Konsolidierung zu kaufen in der Hoffnung auf einen weiteren Anstieg. Die Kurse steigen erneut an (rechte Schulter) aber das stark abnehmende Momentum und die gut sichtbaren Trendbrüche ziehen viele Verkäufer an, die sich von ihren Anlagen trennen wollen. Dieses Mal fallen die Kurse unter den Support der ersten und zweiten Schulterlinie und lösen verstärkte Verkäufe aus.



Abbildung 29: Beispiel einer SHS-Formation, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Die technische Analyse nutzt grundlegend verschiedene Ansätze zur Prognose von Aktienmärkten als die fundamentale Analyse. Sie setzt dabei Instrumente ein, die besser in der Lage sind wichtige Markttreiber wie Sentiment und Verhalten miteinzubeziehen. Letztlich ist aber auch die technische Analyse keine Erfolgsgarantie und sollte immer mit Bedacht und in Kombination mit anderen Methoden eingesetzt werden.

2.1.6 Charakteristika

Diese Kapitel hat das Ziel, die Charakteristiken von Listed Equities im grösseren Anlageuniversum zu verorten und ggü. anderen Anlageklassen einzurichten. Die Werte der Skalen ist von 1 (tief) bis 5 (hoch). Die Werte sind so gewählt, dass sie im Vergleich zu anderen Anlageklassen aussagekräftig sind.

Dimension	Listed Equities CH	Listed Equities DM ex CH	Listed Equities EM	Private Equity	Rates	Listed Credit
Return: Mittlerer einstelliger Bereich, über der Zielrendite des Gesamtportfolios der PK.	4	4	4	5	2	3
Market Volatility (observed): In der Regel hoch, kann aber phasenweise mittel oder sehr hoch sein.	4	4	5	2	2	3
Tail Risk: Hoch, Aktien weisen historisch «fette» Tails auf und sind anfällig auf extrem negative Returns.	4	4	5	5	2	3
Liquidity: Es besteht ein grosser, sehr liquider Sekundärmarkt. Die Liquidität im Schweizer Markt und während Stressphasen ist unter Umständen verringert.	4	5	4	1	4	3
Sensitivity to Business Cycle: Aufgrund der direkten Verknüpfung der Gewinne mit dem Wirtschaftswachstum ist die Sensitivität sehr hoch.	5	5	5	3	1	3
Interest Rate Sensitivity: Die Korrelation zwischen Aktien und Zinsen ist nicht stabil.	2	2	2	2	5	4
Equity Risk Sensitivity: Per Definition hoch.	5	5	5	5	2	4
Implementation Complexity: Listed Equities lassen sich einfach über klassische Implementationsformen umsetzen. Einige Länder in den Emerging Markets ausgenommen.	1	1	2	4	1	1
Market Size: Sehr grosser Markt mit vielen Teilnehmern und regelmässigem Handel.	2	5	4	3	5	3
Cost: Sehr günstig umsetzbar mit Ausnahme von aktiven Mandaten für Satellitenmandate.	1	1	2	4	1	1

(Kategorien zum Vergleichen: Equity DM (MSCI Welt), Equity EM (MSCI EM), Credit (Agg. Credit), Rates (Agg. Gov.)

Tabelle 5 Charakteristiken Listed Equity, Quelle: eigene Darstellung

2.1.7 Strategien

In diesem Kapitel werden verschiedene Investitionsansätze für Listed Equities beschrieben. Diese Ansätze bieten verschiedene Möglichkeiten zur Diversifizierung, Risikominderung und Renditeoptimierung. Die Ansätze unterscheiden sich dabei bezüglich Komplexität, Angebot, Kosten und akademischer Sinnhaftigkeit. Die verschiedenen Ansätze lassen sich ausserdem miteinander und mit einer Vielzahl an weiteren Ansätzen kombinieren.

2.1.7.1 Aktiv / Passiv

Es gibt unterschiedliche Meinungen, was ein aktiver Investitionsansatz ausmacht. Um die Sache zu vereinfachen, spricht man in vielen Fällen von einem passivem Investitionsansatz, wenn das Marktportfolio, also ein marktkapitalisierungsgewichteter Index, repliziert wird. Unter einem aktiven Ansatz versteht man allgemein alle weiteren Investitionsansätze, die von dieser reinen Abbildung des Marktportfolios abweichen. Eine Replikation eines Faktorportfolios wird unter dieser Definition auch als ein aktiver Ansatz verstanden.

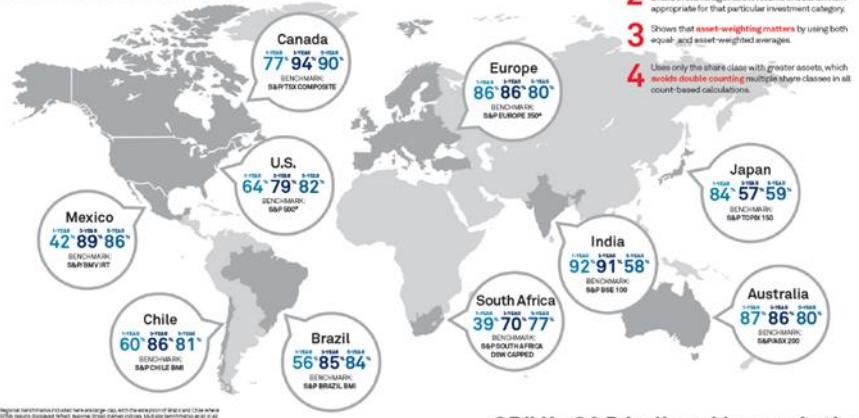
Betrachten wir den effektiven Mehrwert von aktiven Managern im Aggregat, dann muss zuerst festgehalten werden, dass der Markt den Durchschnitt aller Teilnehmer repräsentiert. Da die passiven Manager sich am Markt orientieren ist per Definition das Alpha von aktiven Managern nicht positiv.

Mehrere empirische Arbeiten zu aktiven und passiven Aktieninvestitionen haben gezeigt, dass aktiv verwaltete Portfolios im Vergleich zu passiven Portfolios tendenziell schlechter abschneiden. Dies lässt sich auf verschiedene Faktoren zurückführen, darunter hauptsächlich höhere Gebühren im Zusammenhang mit aktivem Management. In einer Studie, die im Journal of Financial Economics veröffentlicht wurde, wurde die Wertentwicklung aktiver und passiver Aktienportfolios von 1992 bis 2010 analysiert. Die Ergebnisse zeigten, dass das durchschnittliche aktive Portfolio jährlich um 0,91% hinter dem durchschnittlichen passiven Portfolio zurückblieb. Eine weitere Studie, veröffentlicht im Financial Analysts Journal, untersuchte die Performance aktiver und passiver Aktienfonds von 2003 bis 2013. Dabei wurde festgestellt, dass der durchschnittliche aktive Aktienfonds jährlich um 0,87% schlechter abschnitt als der durchschnittliche passive Fonds.

Laut der SPIVA-Studie (S&P Indices versus Active) gibt es keinen Markt, in dem aktives Management konsequent überlegen ist. Diese Studien sollten jedoch mit Vorsicht betrachtet werden, da die Ergebnisse der SPIVA-Studie von einigen Faktoren beeinflusst werden können (Auswahl der untersuchten Fonds, Zeitraum der Untersuchung etc.).

SPIVA® Around the World

Percentage of active funds outperformed by benchmarks* over 1-, 3-, and 5-year periods



The SPIVA Difference

- 1** Accounts for the entire opportunity set—not just the survivor—thereby **eliminating survivorship bias**.
- 2** Applies an **apples-to-apples comparison** by measuring a fund's returns against the return of a benchmark appropriate for that particular investment category.
- 3** Shows that **asset-weighting matters** by using both equal- and asset-weighted averages.
- 4** Uses only the share class with greater assets, which **avoids double counting** multiple share classes in all count-based calculations.

SPIVA: S&P Indices Versus Active

www.spdji.com/spiva

Abbildung 30 SPIVA Around the World, Quelle: SPIVA Research,

Es gibt auch wissenschaftliche Studien, die darauf hindeuten, dass sich aktives Management im Vergleich zum passiven Management auszahlt («The Cross-Section of Expected Mutual Fund Returns», Eugene F. Fama und Kenneth R. French, Journal of Finance 2010). Diese Studie analysiert die Performance von aktiv gemanagten Investmentfonds im Vergleich zu passiven Fonds über einen längeren Zeitraum. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass es Fondsmanagern durchaus gelingen kann, durch aktives Management einen Mehrwert zu generieren. Insbesondere bei kleineren Unternehmen und Wertpapieren mit niedriger Marktkapitalisierung scheinen aktive Manager überdurchschnittliche Renditen erzielen zu können.

Die Ergebnisse der wissenschaftlichen Arbeiten schliessen aktives Management nicht per se aus. Aktives Management kann sich durchaus auszahlen und es gibt empirisch Manager, die über einen langen Betrachtungszeitraum ihre Benchmarks schlagen. Die Auswahl geeigneter Manager ist also entscheidend und darauf sollte der Fokus liegen, wenn man sich für aktives Management entscheidet. Außerdem zeigt sich, dass gute Manager mit einem hohen Active Share (hohe Repräsentation der eigenen Meinung) und mit weniger Turnover den Markt eher schlagen als aktive Manager, die ihre Meinung weniger stark ausdrücken bzw. sehr viel Handelsaktivität aufweisen⁹.

⁹ BCA Research, 2018, Quant Based Approaches to stock selection and market timing

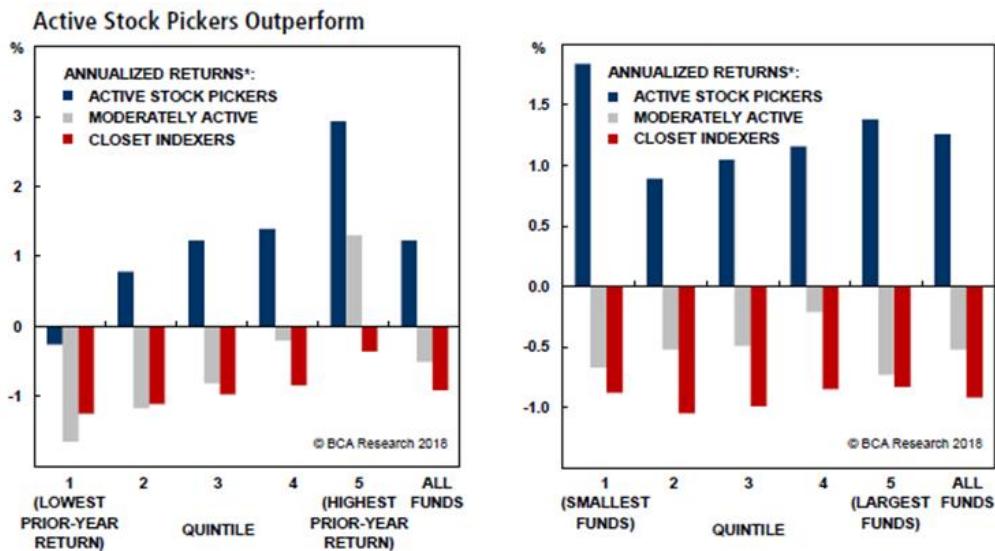


Abbildung 31 Active Stock Pickers Outperformance, Quelle: BCA Research.

2.1.7.2 Factor Investing

Factor Investing ist eine Strategie, bei der Aktien anhand bestimmter Merkmale oder «Faktoren» ausgewählt werden, die unabhängig von der Region oder dem Sektor beobachtet werden können. Sogenannte Style-Faktoren werden verwendet, um Renditen und Risiken innerhalb von Anlageklassen zu erklären. Es gibt verschiedene Style-Faktoren, die Anleger bei der Bewertung von Aktien berücksichtigen können. Die allgemein bekannteste akademische Forschung zum Thema Factor Investing ist das Drei-Faktoren-Modell von Fama, French. Es beschreibt die Portfoliorendite anhand von den drei Faktoren: Marktrendite (Beta), Unternehmensgrösse (Size) und Bewertung (Value). Mit der Zeit wurde der Ansatz erweitert, um andere Faktoren mit dem Ziel, einen grösseren Teil der Varianz der Portfoliorendite, zu erklären. Aktuell gibt es viele Faktoren wobei sich die nachfolgenden als robust und allgemein akzeptiert herausgestellt haben.

- **Size:** Die Marktkapitalisierung der Unternehmen.
- **Value:** Der Wert einer Aktie im Verhältnis zu ihrem fundamentalen Wert, wie Bsp. das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV).
- **Growth:** Das Wachstumspotential eines Unternehmens, wie beispielsweise das Umsatz- oder Gewinnwachstum.
- **Qualität:** Die finanzielle Stabilität und Rentabilität eines Unternehmens, zum Beispiel anhand von Kennzahlen wie der Eigenkapitalrendite oder der Verschuldungsquote.
- **Momentum:** Die Stärke und Geschwindigkeit der Preisbewegung einer Aktie.
- **Volatilität:** Die Schwankungen des Aktienkurses im Vergleich zum Gesamtmarkt, gemessen durch Faktoren wie Beta oder historische Volatilität.
- **Liquidität:** Wie leicht lassen sich Aktien basierend auf Handelsvolumen und anderen Massstäben handeln und welchen Impact auf den Preis hat es.
- **Zinsen:** Bezieht sich auf die Sensitivität von Unternehmen oder einer Anlage gegenüber Zinsänderungen. Vor allem für Fixed Income relevant.

- **Umwelt, Soziales und Governance (ESG):** Berücksichtigt Aspekte der Nachhaltigkeit und Unternehmensführung.

Der Vorteil des Factor Investing Ansatzes liegt in seiner akademisch fundierten Herleitung. Eine Gewichtung nach Faktoren ist nachweislich historisch eine erfolgsversprechende Strategie. Die Aktien im Universum werden regelmässig den Faktoren neu zugeteilt, je nach deren Kennzahlen. D.h. eine Aktie kann sich von einem Faktor über ihren Lebenszyklus zu anderen Faktoren entwickeln. Dies ist bei der regionalen Allokation nur in äussersten Ausnahmefällen möglich. Das macht den Factor-Ansatz robust über die Zeit. Der Nachteil liegt in der erhöhten Komplexität und den höheren Umsetzungskosten. Je nach Faktor kann der Turnover pro Jahr ein Mehrfaches des gesamten Portfolios erreichen, was zu hohen Transaktionskosten führt und einen Teil der historischen Überrendite vernichtet. Die Nachfrage nach Faktor-Produkten hat über die letzten Jahre deutlich zugenommen und damit auch das Angebot. So bieten heute die meisten Indexprovider eine Kombination von Regionenindizes und Faktoroverlay an. MSCI teilt ihre Indizes in folgende Gruppen und Faktoren auf:



Abbildung 32 Faktor nach MSCI, Quelle: MSCI

2.1.7.3 Quantitative Strategien

Neben den traditionellen Investmentansätzen gibt es auch quantitative Strategien, die auf mathematischen Modellen und statistischen Analysen beruhen. Einige dieser Ansätze werden kurz erläutert.

- **Trendfolger:** Ausrichtung der Investitionen auf Aktien, die einen positiven Aufwärtstrend zeigen.
 - Vorteile: Potenziell hohe Renditen bei anhaltenden Trends und einfache Anwendung.
 - Nachteile: Anfällig für plötzliche Trendumkehrungen und schwierig in volatilen Märkten.
- **Mean Reversion:** Investition in Aktien, die in der jüngsten Vergangenheit sehr gut oder schlecht performt haben, in der Erwartung, dass sie sich wieder ihrem historischen Durchschnittswert annähern.
 - Vorteile: Zeigen in der Regel ein geringeres Risiko bei Überbewertungen.
 - Nachteile: Schwierigkeiten bei der Identifizierung von echten Wendepunkten und Zeitpunkten für den Ein- und Ausstieg.
- **Momentum-Reversal:** Investition entgegen dem aktuellen Trend in Aktien, die ein sehr hohes Momentum aufweisen, in der Erwartung, dass sich der Trend umkehrt.

- Vorteile: Potenziell hohe Renditen bei erfolgreicher Trendumkehr.
- Nachteile: Hohes Risiko, da eine Umkehr nicht garantiert ist, und volatil in unsicheren Märkten.
- **Statistical Arbitrage:** Ausnutzung von Preisineffizienzen durch gleichzeitigen Kauf und Verkauf ähnlicher Aktien basierend auf statistischen Modellen.
 - Vorteile: Niedriges Richtungsrisiko und unabhängig von der allgemeinen Marktrichtung.
 - Nachteile: Komplexe Modelle erforderlich, und geringe Preisunterschiede können zu geringen Gewinnen führen.

2.1.7.4 Thematische Investitionen

Mit der thematische Aktienallokation wird das Anlageuniversum aufgeteilt in Unternehmen, die auf bestimmte Trends ausgerichtet sind. Durch die Klassifizierung von Fundamentaldaten werden Unternehmen identifiziert und thematische Gruppen gebildet. Dies ermöglicht Anlegern, von langfristigen Wachstumstrends zu profitieren und Risiken zu streuen. Durch weitere umfangreiche Recherche und Analyse können besonders gut positionierte Firmen stärker gewichtet werden und dadurch ein Mehrwert erzielt werden. Beispiele für thematische Aktienstrategien sind:

- **Erneuerbare Energien:** Investitionen in Unternehmen, die sich auf erneuerbare Energien wie Solarenergie, Windenergie, Wasserkraft oder Elektromobilität konzentrieren.
- **Künstliche Intelligenz (KI) und Technologie:** Investitionen in Unternehmen, die sich auf die Entwicklung und Nutzung von künstlicher Intelligenz, Big Data, Cloud-Computing und anderen technologischen Fortschritten konzentrieren.

2.1.7.5 Exkurs Maximum Diversification Ansatz

TOBAM ist ein Asset Manager, der für seinen Anti-Benchmark-Ansatz bekannt ist. Der Anti-Benchmark-Ansatz von TOBAM unterscheidet sich von herkömmlichen Benchmark-Ansätzen, indem er verspricht die volle Risikoprämie im Aktienmarkt zu extrahieren. Die Portfoliokonstruktion orientiert sich primär daran, die Diversifikation im Portfolio zu maximieren. Das dafür entwickelte «Diversification Ratio», welches das Verhältnis zwischen gewichteten Einzelvolatilitäten gegenüber der Portfoliovolatilität zeigt, wird entsprechend maximiert. Damit entsteht in der Theorie ein Portfolio von Aktien, das ein Maximum an unterschiedlichen Risikotreibern enthält und somit perfekt diversifiziert ist. Das Ziel besteht darin, die Effizienz des Portfolios zu maximieren, indem es sich stets dieser maximalen Diversifikation ausrichtet und somit keinerlei «Biases» beinhaltet.

Vorteile gegenüber dem normalen marktgewichteten Benchmark-Ansatz:

- Diversifikation: Durch den Anti-Benchmark-Ansatz kann das Portfolio eine breitere Diversifikation erreichen und somit das Risiko von Klumpenrisiken reduzieren.
- Geringere Korrelation: Der Ansatz kann eine geringere Korrelation zu herkömmlichen Marktindizes aufweisen, was in volatilen Zeiten von Vorteil sein kann.
- Historisch haben sich die marktkapitalisierten Indizes oft als ineffizient erwiesen in dem sie hohe Bewertungen und Konzentrationen aufgebaut hatten, die später in sich zusammengefallen sind. Dieses Übergewicht von ähnlichen Risiken wird mit dem TOBAM Ansatz deutlich reduziert.

- Unabhängigkeit von Marktentwicklungen: Da TOBAM nicht versucht, einen spezifischen Index zu übertreffen, ist das Portfolio weniger anfällig für Marktveränderungen und kann sich flexibler anpassen.

Nachteile des Anti-Benchmark-Ansatzes:

- Underperformance in starken Marktphasen: In bullischen Marktphasen besteht die Möglichkeit, dass das Anti-Benchmark-Portfolio schlechter abschneidet als der Gesamtmarkt oder spezifische Benchmarks.
- Potenziell höhere Kosten: Die Umsetzung des Anti-Benchmark-Ansatzes erfordert aufgrund der aktiven Portfoliostruktur höhere Handelskosten.
- Die Portfoliokonstruktion wird abgeleitet durch historisch realisierte Volatilitäten und kann entsprechend nur das ex-post bestdiversifizierte Portfolio abbilden.

Mit dem von TOBAM erarbeiteten Ansatz kann auf verständliche Weise ein Portfolio konstruiert werden, das unabhängig von der Definition von Faktoren, Sektoren oder Regionen über alle Risikodimensionen bestmöglich diversifiziert ist. TOBAM erklärt sich selbst als der Erfinder des wahren Marktpportfolios. Wie oft ist es eine Interpretationsfrage, was «der Markt» ist. In der Praxis gilt die marktkapitalisierte Gewichtung von Aktienportfolios weiterhin als Primus bezüglich dieser Frage. TOBAM stellt damit aber eine interessante Frage in den Raum: «Ist das Marktpportfolio effizient?» Angesichts der sich immer wiederholenden Phasen von extremen Konzentrationen von Sektoren im marktkapitalisierten Index muss dies zumindest bezweifelt werden. Für einen Anleger ist der Einsatz dieser sehr einschneidenden Investitions-Art v.a. vom übergeordneten Ziel abhängig. Besteht das Ziel der Anlegerin darin über sehr lange Zeiträume eine Risikoprämie zu erwirtschaften, dann kann der Einsatz eines entsprechenden Ansatzes durchaus Sinn ergeben. Wird die Anlegerin hingegen bei der Selektion von Aktien kurz- bis mittelfristig gegenüber einer marktgewichteten Benchmark verglichen, dann bestehen erhebliche Risiken, da die Konzentrationen auf wenige Faktoren über sehr lange Zeit Bestand haben können.

2.1.8 Portfoliostrukturen

In diesem Kapitel werden verschiedene Arten der Strukturierung eines Listed Equity Portfolio beschrieben. Dabei geht es darum, wie die Pensionskasse das Equity-Portfolio steuern kann. Dabei wird zwischen drei grundlegend unterschiedlichen Strukturen unterschieden, die weit verbreitet sind.

2.1.8.1 Global

Ein globales Portfolio ist eine einfache, weit verbreitete Art das Aktienportfolio zu strukturieren. Dabei werden ein oder mehrere Mandate eröffnet, mit dem Ziel, in Aktien rund um die Welt zu investieren. Das sehr weite Anlageuniversum bietet aktiven Managern die Möglichkeit aus einer Vielzahl von Aktien pro Region, Land, Sektor oder Faktor auszuwählen. Ein möglichst breites Anlageuniversum kombiniert mit hohen Freiheitsgraden bezüglich aktiven Managements (Tracking Error und andere Vorgaben bezüglich Gewichtung von Ländern, Sektoren, etc.) erhöht die Chance auf einen Mehrertrag, vorausgesetzt der Manager hat das entsprechende Know-How und die Erfahrung.

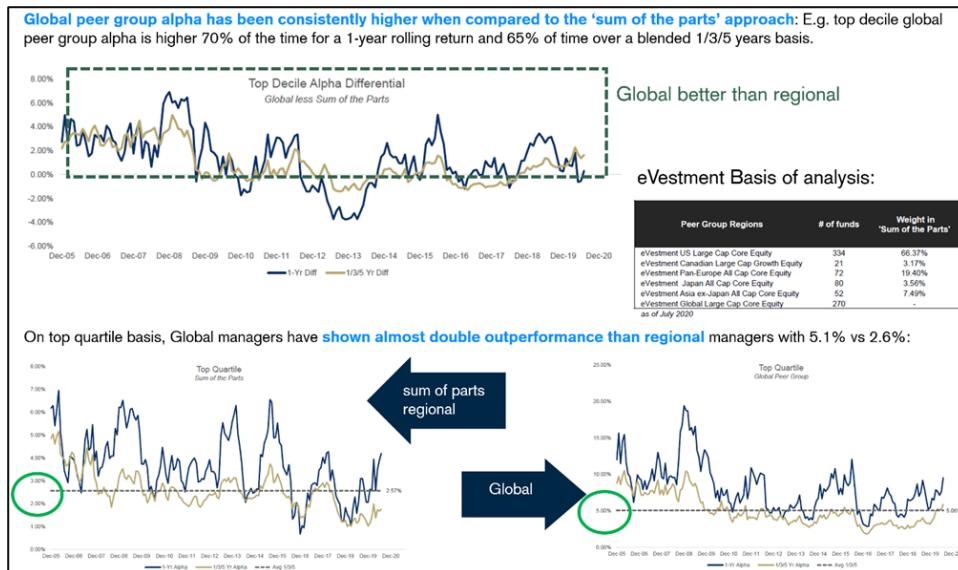


Abbildung 33 eVestment, Quelle: eigene Darstellung

Die Herausforderungen einer globalen Strategie in einem Balanced Portfolio umfassen die Komplexität bei der Implementierung diverser Instrumente und Derivate. Zusätzlich ergeben sich technische Schwierigkeiten, die mit den Anforderungen der Beruflichen Vorsorgeverordnung 2 (BVV2) in Einklang gebracht werden müssen. Ein potenzieller Nachteil einer globalen Strategie in einem Balanced Portfolio, wie es typischerweise bei einer Pensionskasse verwendet wird, ist die eingeschränkte taktische Flexibilität auf der Ebene der Asset Allocation. Das bedeutet, dass die Aktienquote insgesamt taktisch erhöht oder reduziert werden kann, jedoch nicht die Regionen direkt. Es ist aber möglich, dass in einem globalen Aktienportfolio die Länder und Regionen anders zu gewichten als im globalen Marktportfolio.. Dadurch entsteht ein globales Portfolio mit aktiven regionalen Gewichten. So kann beispielsweise ein gewünschter Home Bias auch in einem globalen Portfolio berücksichtigt werden. Ebenfalls denkbar ist eine Implementierung eines globalen Portfolios mit regionalen Managern. Im letzten Fall würden die Manager gegen ihre jeweilige Region und im Aggregat gegenüber dem globalen Benchmark gemessen werden.

2.1.8.2 Regional

Die regionale Steuerung wird dann gewählt, wenn entweder Länder oder Regionen einzeln gesteuert werden sollen oder wenn aus Reporting- und Messbarkeitsüberlegungen Länder oder Regionen getrennt voneinander betrachtet werden sollen. Eine oft gewählte Variante ist die Aufteilung des Aktienportfolios in «Developed Markets» und «Emerging Markets». Auch wenn dabei keine taktische Über- oder Untergewichtung von DM vs. EM angestrebt wird, kann es sinnvoll sein diese beiden Regionen zu trennen, um eine höhere Transparenz bezüglich Performance herzustellen. Im Falle einer taktischen Steuerung wählt jeder Investor selbst die für ihn relevanten Regionen und teilt das Aktienuniversum entsprechend auf. Die am häufigsten verwendeten Regionen sind USA bzw. Nordamerika, Europa, Asian und Pazifik (APAC) und Emerging Markets während die ersten drei ausschliesslich aus Aktien aus entwickelten Ländern bestehen.

2.1.8.3 Core-Satellite

Der ursprünglich von Fischer Black und Jack Treynor entwickelte Ansatz basierte darauf den breiten Markt mit passiven Anlagen abzubilden und mit Nischenmärkten oder Einzelaktien zu ergänzen. Die Core-Satellite Strategie, wie sie in dem vorliegenden Konzept definiert wird, teilt das Portfolio in zwei komplementäre Teile. Einerseits in eine grosse, meist breit diversifizierte, Kerninvestition («Core») und andererseits in mehrere kleineren Investitionen («Satellite»). Die Core-Allokation sollte dabei prozentual die grösste Allokation ausmachen und die grundlegend geforderte Rendite mit entsprechendem Risikoprofil sicherstellen. Die Satelliten dienen dazu, das Portfolio zu erweitern bzw. das Rendite-Risiko Verhältnis zu verbessern. Core- und Satellite-Allokationen sollten sich ergänzen und in Kombination das gewünschte Ziel erreichen. In einem Core-Satellite Ansatz können verschiedene Ansätze kombiniert werden.

Als Kombination sind fast unzählige Varianten denkbar. Der Grundgedanke dabei sollte immer sein, dass das Kernportfolio auch ohne die Satelliten mindestens das erwartete Rendite-Risiko-Profil erreicht. In einem diversifizierten Portfolio heisst dies implizit, dass beim Core-Teil auf eine angemessene Diversifikation auf verschiedene Risikotreiber geachtet werden muss. Eine einseitige, z.B. auf einen Sektor oder eine Nischenstrategie ausgerichtete Core-Allokation ist somit nicht sinngemäss. Die Satelliten müssen nicht alleinstehend funktionieren können, sondern müssen in jedem Fall in Kombination mit dem Kernportfolio betrachtet werden. Dadurch können die Satelliten auch grössere Abweichungen zur Benchmark aufweisen und konzentriert in Teilbereiche des Anlageuniversums investieren.

Die Ausgestaltung ist je nach Investorentyp unterschiedlich. Für eine Strategie mit tiefem aktivem Risiko kann ein grosses, Benchmark-basiertes Kernportfolio mit mehreren kleineren, aktiven Satelliten ergänzt werden. Mit der Core-Satellite-Struktur können mehrere Bedürfnisse miteinander vereinbart werden wie beispielsweise die Vorteile eines globalen aktiven Portfolios zur Optimierung des Selektions-Alpha mit dem Bedürfnis einer regionalen taktische Steuerung vorzunehmen. Dabei wird der Core-Teil typischerweise aktiv verwaltet, während die Satelliten, je nach Region, sowohl aktiv als auch passiv sein können.

2.1.9 Implementationsvarianten

Sehr ähnlich wie bei anderen liquiden Anlageklassen, stehen primär drei Varianten zur Diskussion.

Variante	Beschreibung	Stärken	Schwächen
1) Interne Verwaltung	Interne Umsetzung des Mandats	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tiefe direkte Kosten ▪ Hohe Flexibilität in der Strategiegestaltung und Umsetzung ▪ Als einziger Investor in einem segregierten Account profitiert eine steuerbefreite Pensionskasse bei der Rückforderung von Quellensteuern. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Die interne Umsetzung von Equity Mandaten entspricht nicht der gewünschten strategischen Wertschöpfungstiefe der PKCSG. ▪ Die dafür nötigen personellen und technischen Ressourcen müssten aufgewendet werden.
2) Mutual Fund / ETF	Anlage in öffentlich aufgelegtes Fond-Vehikel	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Operativ einfach ▪ Effiziente Umsetzung, auch in speziellen Märkten möglich. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Anlagerichtlinien sind gegeben und können nicht verändert werden. ▪ Anlagen sind nicht segregiert von anderen Investoren. ▪ Management Fees ▪ Nicht Steuereffizient
3) Segregiertes Mandat, externe Verwaltung	Umsetzung via Mandat bei externem Asset Manager	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Übliches Setup von klassischen Anlagestrategien ▪ Mandat kann sehr frei gestaltet werden ▪ Komplexität und Führungsaufwand für Personal ist externalisiert ▪ Als einziger Investor in einem segregierten Account profitiert eine steuerbefreite Pensionskasse bei 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mittlere operativ Komplexität ▪ Management Fees

		der Rückforderung von Quellensteuern.	
--	--	--	--

Tabelle 6 Implementationsvarianten, Quelle: eigene Darstellung

2.2 Private Equity

Allgemein bezeichnet Private Equity die **Anlage in investierbares Eigenkapital von nicht börsenquotierten Firmen**. Investierbar heisst in diesem Zusammenhang 1) die Grösse der Firma resp. ihres Eigenkapitals muss signifikant sein, um für institutionelle Investoren sinnvoll zu sein und 2) das Unternehmen muss via Private Equity Vehikel (Fond) investiert werden können. Diese beiden Kriterien verkleinern das Universum signifikant und legen einen starken Fokus auf die Private Equity Fonds.

Direktanlagen in nicht börsenquotierte Firmen sind nicht im Scope der Private Equity Strategie.

Da der Private Equity Markt nicht zentral via Börse organisiert ist, entfällt der stetige, effizientere, transparente und zeitnahe Preisfindungsprozess, der die Kerneigenschaft öffentlicher Kapitalmärkte ausmacht. Private Equity Transaktionen finden stattdessen in informelleren Netzwerken direkt zwischen Marktteilnehmern statt.

Die Marktteilnehmer sind einerseits junge Firmen («Venture Capital»), Firmen mit Expansions- und Veränderungsplänen («Growth Equity») und reife Firmen, deren Eigentümerschaft verändert werden soll («Buyout»).

Auf der anderen Seite stehen Private Equity Fonds, resp. deren General Partners («GPs»), welche Gelder von Investoren («Limited Partners» (LPs)) aggregieren und in Ziel- resp. Portfoliofirmen investieren.

Gegenüber öffentlichen Märkten ist dem Investieren in Private Equity gemein, dass bezüglich dem Investitionshorizont ein hohes Mass an Disziplin gelebt wird. Daher sind die Private Equity Fonds so gestaltet, dass die Investoren nach Ablauf einer vorher definierten Frist ausbezahlt werden («Closed-Ended Funds»)

2.2.1 Benchmarks

Die Basis jeden guten Benchmarks ist die Verfügbarkeit korrekter, regelmässiger und zeitnauer Preise. Wie unter 2.1.1 beschrieben gibt es daneben noch diverse andere Kriterien, welche einen guten Benchmark ausmachen, jedoch ist bereits das verfügbare Zahlenmaterial im Private Equity Bereich problematisch:

- Transaktionen sind im Vergleich zu öffentlich handelbaren Aktien selten
- Die Preise sind nicht öffentlich zentral zugänglich und nur schwierig überprüfbar
- Insb. Performance basierte Gebühren der Fonds haben einen starken Einfluss auf die Netto-Renditen
- Die Anlagen von Private Equity Fonds werden zwar regelmässig bewertet (z.Bsp. quartalsweise) jedoch nur mit Verzögerung publiziert. Die Qualität der Preise ist ausserdem als kritisch zu betrachten, denn sie können aus Schätzungen resp. traditionellen Firmenbewertungen oder auch aus Preisen von Finanzierungsrounden kommen, in der Aktien an neue Investoren veräussert worden sind.

Die genannten Punkte illustrieren die Herausforderungen anschaulich, welche für die Erstellung von korrekten Private Equity Benchmarks überwunden werden müssen. Trotzdem gibt es verschiedene Anbieter, welche im Private Equity Bereich Marktindizes publizieren. Es haben sich jedoch bisher keine klaren Standards etabliert, welche für 1) die Modellierung der Anlageklasse in der SAA genügen würde und 2) für die faire Messung der Strategie als Benchmark

im traditionellen Sinn verwendet werden könnte. In Anbetracht der Vielfalt von Regionen, Stilen und strategischen Eigenheiten im Private Equity Bereich und der teilweise sehr stark divergierenden Renditen der unterschiedlichen Fonds, kann der traditionelle Index wohl sowieso nicht die klassisch wichtige Rolle des Portfoliobenchmarks zugestanden werden, welche sie im traditionellen Anlageuniversum oft innehat. Viel mehr, kann sie als eine passende «Referenz Zeitreihe» eine weitere Facette in der Beurteilung der Strategie sein.

Nebst Market Research orientierten Anbietern wie [preqin](#) und [burgiss](#), welche Daten von Private Equity Fonds sammeln, klassifizieren und verrechnen, existieren alternative Methoden z.Bsp. die von [LPX](#), welche börslich quotierte Private Equity Firmen als Basis ihrer Berechnungen verwenden.

Als weitere Kategorie haben Software- und Dienstleistungsanbieter aus dem Private Equity Bereich ebenfalls begonnen Indexzeitreihen zu erstellen. Diese werden jedoch üblicherweise als Teil ihrer Produkte und Services und nicht als Separates Index-Offering vertrieben. In dieser Kategorie sind insb. Albourne, aber auch cepres und efront zu erwähnen.

2.2.2 Instrumente

Aus Sicht des Investors stehen primär Closed-Ended Fonds im Fokus. Sie verkörpern den traditionellen, sehr disziplinierten Lebenszyklus der meisten Private Equity Investments optimal.

Auf Stufe Fonds wiederum kommen eine Vielzahl unterschiedlicher Fondskonstrukte und -Vehikel zum Einsatz, welche primäre eine optimale Besteuerungs- und Governance-Situation herstellen sollen, bevor in unterschiedlich strukturierte Aktien- und Aktienklassen investiert wird.

2.2.3 Klassifikation/Strategien

Im Gegensatz zu den Klassifikationen im Listed Equity Bereich, bei welchen oft der Wirtschaftssektor des Unternehmens im Fokus steht, orientiert sich die Private Equity Welt primär an dem Lebenszyklus und dem spezifischen Business Case der Firma.

Unter dem ersten Lebenszyklus wird die Entstehungs- resp. frühe Phase der Firma (engl. Early Stage) verstanden, in der eine Firma sich formiert, erste Produkte entwickelt und an Kunden verkauft und daneben versucht erste Investoren zur Weiterfinanzierung zu finden. Die Erfolgssichten der Firmen in dieser Phase sind mit ca. 10%¹⁰ Überlebensrate nach fünf Jahren sehr bescheiden. Dem gegenüber stehen wiederum sehr erfolgreiche Firmen des Alltags, die mittels dieses Modells initial finanziert wurden. Firmen in der zweiten Phase haben erfolgreiche Business Modelle und Marktanteile, wollen jedoch mit Hilfe zusätzlicher Investitionen in neuen Märkten wachsen können. In der Reipphase möchten Unternehmer ihre Firmen veräussern, entweder an das aktuelle Management oder auch an externe Investoren.

Die Strategien, die weiter unten beschrieben werden, orientieren sich an diesen drei Lebensphasen einer Firma, unterstützen aber noch weitere Szenarien (z.Bsp. «going private»), welche ebenfalls kurz beschrieben werden.

¹⁰ <https://www.ycombinator.com/library/F4-why-not-work-at-a-startup>

2.2.3.1 Early Stage / Venture Capital (VC)

Sogenannte Venture Capital Funds investieren in junge Zielfirmen mit grossen Wachstumspotential («Start-Ups»), welche sich typischerweise in einer Findungsphase befinden, in welcher erfahrene VC-Fund-Manager mit Rat- und Tat beim Aufbau der Firma und der (Weiter-)Entwicklung der Businesspläne unterstützen, wobei das Kollaborationsmodell zwischen VC-Funds und Gründern sehr vielseitig sein kann und keiner allgemeinen Vorlage entspricht. Grundsätzlich werden jedoch lediglich Minderheitsanteile an diesen Firmen gehalten (d.h. <50% des Aktienkapitals) um die den Unternehmern optimale Anreize zu schaffen. Der Fond sucht einen Exit durch Initial Public Offering (IPO) oder sonstigen Verkauf von Anteilen nach fünf bis zehn Jahren¹¹.

2.2.3.2 Growth Stage / Growth Equity

Growth Equity Funds investieren in etablierte Firmen, welche ihre Produkte oder Geschäftsmodelle weiterentwickeln, Marktanteile vergrössern oder international expandieren wollen. Der Fond übernimmt typischerweise lediglich Minderheitsanteile dieser Firmen und sucht einen relativ schnellen Exit nach drei bis sieben Jahren.

2.2.3.3 Exit / Buy-Out

Buy-Out Fonds übernehmen typischerweise Mehrheitsanteile von privaten Firmen. Entweder, zur Finanzierung eines Delistings («going-private») einer Firma, oder eines Management Buy-Outs (MBO), bei dem das bestehende Management Team bei der Übernahme eines Unternehmens unterstützt wird.

2.2.4 Risiko- und Rendite-Profil

2.2.4.1 Grundlagen

Die Unterschiede, wenn es um die Analyse von Risiko und Rendite geht, zwischen Private Equity (PE) und Listed Equity sind signifikant. Das Thema bedarf einer spezifischen Einleitung. Dieses Subkapitel enthält aus diesem Grund und im Gegensatz zu Listed Equity, einige anlageklassenspezifische Erklärungen.

In den letzten zwei Jahrzehnten gab es in den USA deutlich mehr neu gegründete Private Equity-Unternehmen als börsenkotierte Unternehmen. Der rasante Anstieg von Private Equity wird auf den Wunsch nach Diversifikation und das Streben nach Zugang zu ansonsten unzugänglichen Märkten zurückgeführt.

¹¹ <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/growth-equity/>

The number of PE-backed companies and the number of publicly-listed companies

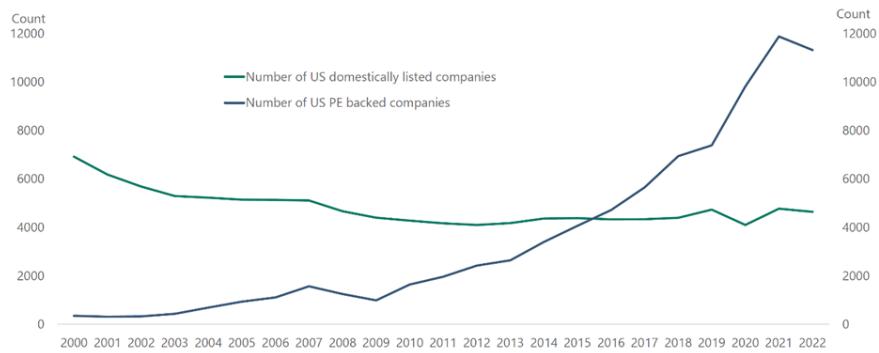


Abbildung 34 Vergleich neue Private Equity vs. Listed Equity Unternehmen in den USA, Quelle: World Federation of Exchanges, World Bank, Pitchbook, Haver Analytics, Apollo Chief Economist

Die unterschiedliche Branchenzusammensetzung zwischen Listed Equity und Private Equity nach Regionen wird unten dargestellt. PE-Unternehmen sind signifikant stärker im Industrie- und IT-Sektor vertreten und weniger im Finanzsektor, verglichen mit Listed Equity. In Asien beobachten wir eine grössere Allokationsdifferenz im Sektor Health Care im Vergleich zu anderen Regionen.

Sector Allocation Effect: Private Equity Sector Tilts Are Often Dramatically Different Than Public Equities

	U.S.			Europe			Asia		
	PE	Public Equities	Diff +/-	PE	Public Equities	Diff +/-	PE	Public Equities	Diff +/-
Financials	5%	12%	-7%	7%	17%	-10%	6%	21%	-14%
Energy	0%	5%	-5%	0%	6%	-6%	0%	4%	-4%
IT	30%	26%	4%	23%	8%	16%	12%	14%	-2%
Cons Disc	13%	10%	3%	16%	11%	6%	18%	13%	6%
Health Care	19%	16%	3%	15%	15%	0%	17%	7%	10%
Utilities	0%	3%	-3%	0%	4%	-4%	1%	3%	-2%
Cons Staples	4%	8%	-4%	8%	12%	-4%	8%	9%	-1%
Industrials	20%	9%	11%	19%	15%	4%	13%	13%	0%
Comm Services	5%	8%	-3%	5%	3%	2%	12%	7%	4%
Materials	4%	3%	1%	6%	9%	-3%	12%	8%	4%

Private sector weights based on NAV as of 2022Q3 of all Burgiss cumulative deals from 2020-2022. All public sector weights are re-calculated to exclude Real Estate for comparison purposes. Only deals valued at over \$100 million were included. Public equity sector weights based on S&P 500 for the U.S., STOXX Europe 600 for Europe and MSCI Asia for Asia. Data as at December 31, 2022. Source: Burgiss, MSCI, Eurostoxx, S&P, Bloomberg, KKR Portfolio Construction analysis.

Abbildung 35 Sektor Allokationseffekte PE vs. LE, Quelle: Burgiss

Der Deal-Flow bei Private Equity d.h. die Rate und das Volumen der Investitionsmöglichkeiten, variiert im Laufe der Zeit stark zwischen den verschiedenen Sektoren. Die Branchenzusammensetzung in Private Equity Fonds ist abhängig vom Jahr ihrer Lancierung. Sektorallokationseffekte sind bedeutende Treiber für die Performancebewertung bei diesen Fonds.

U.S. Private Equity Deal Flow Has Been Dynamic Across Sectors

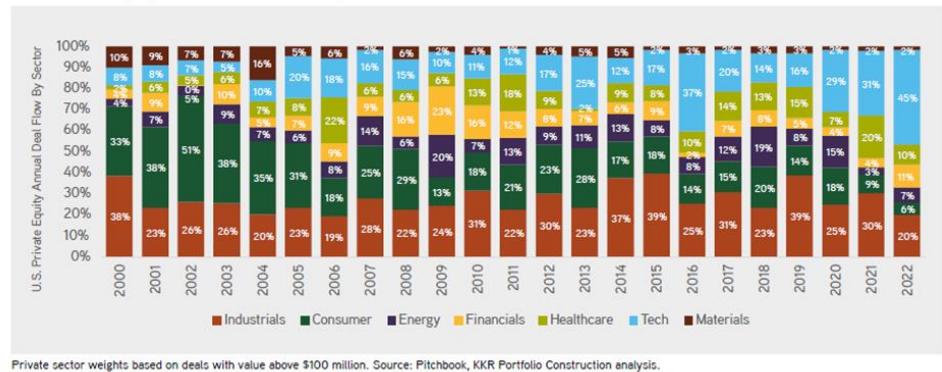


Abbildung 36 Private Equity Deal-Flow nach Sektoren in den USA, Quelle: Pitchbook

Es gibt ausreichend Hinweise sowohl aus akademischer als auch aus praktischer Sicht, dass Private Equity als Anlageklasse einen positiven Beitrag zur Diversifikation des Portfolios leisten kann. Es ist aber wichtig, die Unterschiede von Private zu Listed Equity hervorzuheben.

1. Illiquidität¹²: Ein Merkmal von PE-Investitionen ist die Illiquidität, im Gegensatz zu Listed Equity. Diese Illiquidität führt zu höheren Renditeerwartungen, da Anleger für die eingeschränkte Liquidität entschädigt werden wollen (Cumming, Fleming, & Schwienbacher, 2009). Zudem ist die lange Haltedauer auch mit Opportunitätskosten verbunden.

Example of Investment Fund's Lifecycle

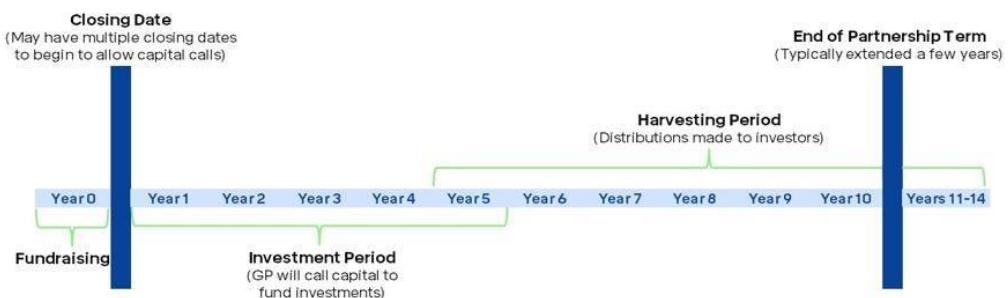


Abbildung 37, Beispielhafte Darstellung PE Fund Lifecycle, Quelle: ST. LOUIS TRUST & FAMILY OFFICE

2. Informationsasymmetrien¹³: PE-Investitionen weisen Informationsasymmetrien auf, da PE-Unternehmen nicht denselben Offenlegungspflichten wie börsennotierte Unternehmen unterliegen. Diese Asymmetrien erschweren die Bewertung der Investitionen und erhöhen das Investitionsrisiko (Metrick & Yasuda, 2010).

¹² Cumming, D., Fleming, G., & Schwienbacher, A. (2009). Liquidity Risk and Venture Capital Finance. *Financial Management*, 38(4), 771-790.

¹³ Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). The Economics of Private Equity Funds. *Review of Financial Studies*, 23(6), 2303-2341.

3. Zyklische Natur und Marktvolatilität¹⁴: PE-Märkte sind wie auch Listed Equity zyklisch und sind von Marktvolatilitäten betroffen. Dies erhöht das Risiko eines Ausfalls, insbesondere in wirtschaftlich unsicheren Zeiten (Kaplan & Schoar, 2005).

4. J-Curve-Effekt¹⁵: Der J-Curve Effekt (siehe Grafik unten) zeigt das typische Renditemuster von Private Equity Fonds. Anfangs treten demnach negative Renditen auf, da Kapital für Investitionen in Portfoliounternehmen abgerufen wird und Kosten anfallen. Mit der Zeit steigen die Renditen, reflektierend das Wachstum der Portfoliounternehmen und die Realisierung von Investitionen. Primary Investments haben typischerweise eine steilere J-Curve aufgrund der frühen Entwicklungsphase der Unternehmen, während Secondary Investments eine flachere J-Curve aufweisen, da sie reifere Vermögenswerte beinhalten. Co-Investments weisen eine steilere, aber kürzere J-Curve auf, bedingt durch schnelleren Kapitaleinsatz und niedrigere Gebühren.

Private Equity J Curve



Abbildung 38 J-Kurvendiagramm mit der Darstellung der Kapitalrendite, Kapitalabruf im Zeitverlauf über drei verschiedene Phasen hinweg,

Quelle: BlackRock

5. Leverage-Risiken¹⁶: Manager von Private-Equity-Fonds nutzen häufig Fremdkapital, um Transaktionen zu finanzieren (=Leverage). Ein übermässiger Einsatz von Fremdkapital kann sowohl potenzielle Gewinne als auch Verluste verstärken. Der Einsatz und das Ausmass von Fremdkapital sind zyklisch und abhängig von den Marktbedingungen.

2.2.4.2 Historische Analysen

Für die Darstellung der Risiko/-Rendite Profile analog zu den Analysen zu Listed Equity unter 2.1.4 kommen sowohl die offiziellen SAA Benchmarks (MSCI World Net TR (Hedged, CHF) + 1.5% p.a., MOWOHCHF Index) als auch der LPX Composite NAV Index (LPXFVCOM Index) zum Einsatz. Der LPX Composite NAV¹⁷ Index ist ein Performance-Benchmark, der die zugrundeliegende Wertentwicklung von globalen Private-Equity-Unternehmen auf Basis der Nettoinventarwertentwicklung (Net Asset Value, NAV) widerspiegelt.

Er basiert auf einem standardisierten NAV-Modell, um Transparenz und Vergleichbarkeit zu gewährleisten und stellt sicher, dass alle relevanten Informationen, wie Ausschüttungen, Handelsverkäufe, Börsengänge usw., die den NAV eines

¹⁴ Kaplan, S. N., & Schoar, A. (2005). Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *The Journal of Finance*, 60(4), 1791-1823.

¹⁵ Phalippou, L. (2009). The performance of private equity funds. *The Review of Financial Studies*, 22(4), 1747-1776.

¹⁶ Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P., & Weisbach, M. S. (2013). Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts. *Journal of Finance*, 68(6), 2223-2267.

¹⁷ <https://www.lpx-group.com/de/indexing/lpx-nav-indizes/>

Indexmitglieds beeinflussen, sofort in der LPX NAV Index reflektiert werden und tägliche Bewertungen somit verfügbar sind. Der LPX Composite NAV Index berücksichtigt im Vergleich zum SAA-Benchmark die zugrundeliegenden Investitionen in Private Equity und ist für die Performance- und auch für die Risikoanalyse aussagekräftiger. Der Index hat über die Laufzeit 31.12.2002 bis 31.12.2023 eine kumulierte Rendite von 347.12% generiert. Der Maximum Draw Down in dieser Zeitperiode beträgt -43.7%.

Disclaimer: Es ist wichtig zu beachten, dass der LPX Composite NAV Index nicht das gesamte Private Equity-Universum abdeckt. Die dargestellten Daten und Analysen sind daher repräsentativ für die im Index enthaltenen Entitäten und spiegeln möglicherweise nicht die gesamte Bandbreite des Private Equity-Marktes wider.

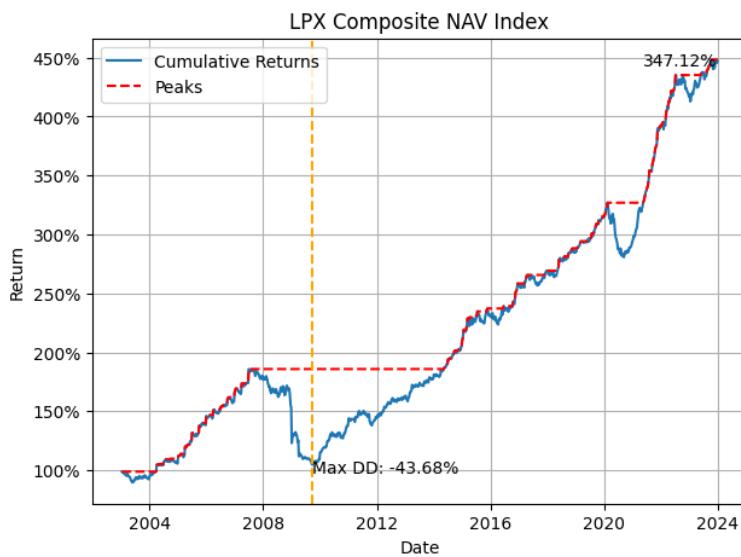


Abbildung 39 Kumulative Performance und Draw Downs LPX Composite NAV Index, Quelle: Bloomberg, Wöchentliche Renditen: 10.01.2003 – 29.12.2023, eigene Darstellung.

Die nächsten zwei Diagramme stellen die kumulierte Rendite des SAA-Benchmark Indizes mit und ohne des Aufschlags von 1.5% p.a. dar. MSCI World Net TR (Hedged, CHF) ohne Aufschlag hat über die Laufzeit 31.12.2002 bis 31.12.2023 eine kumulierte Rendite von über 292.37% generiert, respektive 6.7% p.a. (Bild links). MSCI World Net TR (Hedged, CHF) + 1.5% p.a. hat über die gleiche Laufzeit eine kumulierte Rendite üb von 436.7% generiert, respektive 8.31% p.a. (Bild rechts).

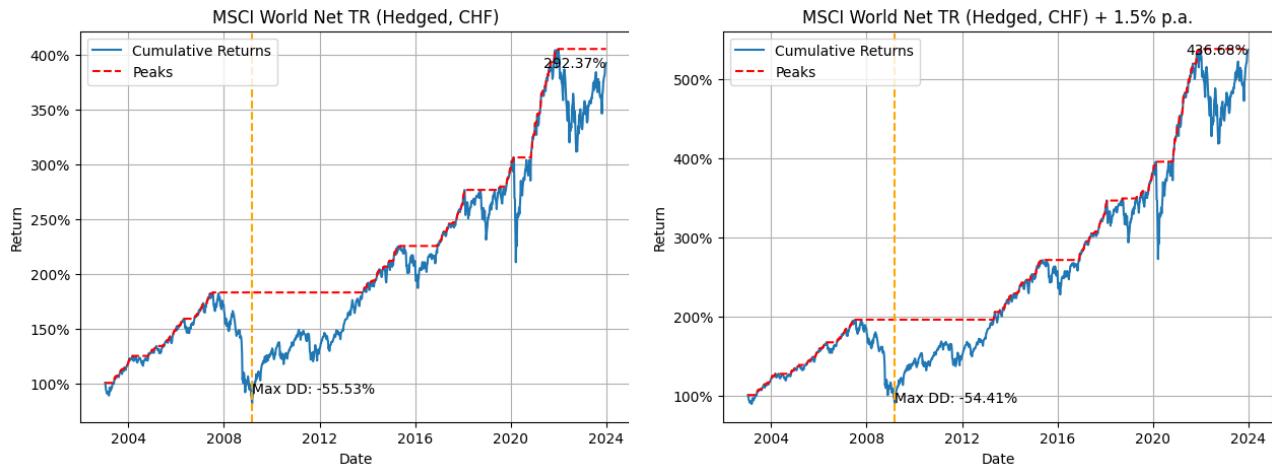


Abbildung 40 Kumulative Performance und Draw Downs MSCI World Net TR (Hedged, CHF) und MSCI World Net TR (Hedged, CHF) + 1.5% p.a., Quelle: Bloomberg, Wöchentliche Renditen: 10.01.2003 – 29.12.2023, eigene Darstellung.

Der LPX Composite Index sowie die regionalen und Sektor Indizes sind jedoch nicht währungsabgesichert verfügbar. Aus diesem Grund und um einen fairen Vergleich sicherzustellen, werden wir die weitergehenden Analysen und Vergleiche gegenüber den LPX-Indizes mit dem nicht währungsabgesicherten MSCI World Net Total Return Index (in Euro) durchführen. Die nachfolgenden Diagramme stellen die kumulierten Renditen und die Drawdowns des MSCI World Net Total Return EUR Index mit und ohne Aufschlag dar. Im Vergleich zum SAA Benchmark stellen wir bereits grosse Differenzen fest. Dieser Effekt ist auf die Währungsabsicherung zurückzuführen. Es ist hier wichtig zu erwähnen, dass die weiterführenden Analysen durch Währungseffekte beeinflusst sind, aufgrund unterschiedlicher Währungsallokationen (da beide Indizes: LPX Composite NAV und MSCI World Net TR EUR nicht währungsabgesichert sind aber unterschiedliche Währungsallokationen haben). Um eine fundierte und detaillierte Aussage treffen zu können, müsste eine Analyse ohne Währungseffekte durchgeführt werden.

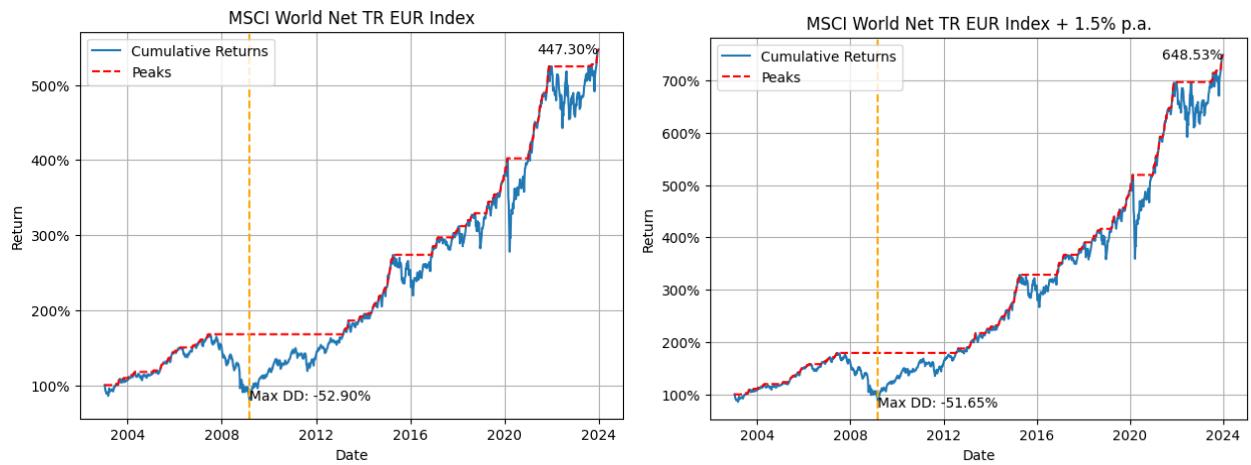


Abbildung 41 Kumulative Performance und Draw Downs MSCI World Net TR EUR und MSCI World Net TR EUR + 1.5% p.a., Quelle: Bloomberg, Wöchentliche Renditen: 10.01.2003 – 29.12.2023, eigene Darstellung.

Das nächste Diagramm vergleicht die 52 Wochen rollierende, annualisierte Volatilität des MSCI World Net TR EUR Index (ohne Aufschlag) mit dem LPX Composite NAV Index. Dieser sehr einfache Vergleich impliziert, dass die realisierte Volatilität von Listed Equity über den gesamten Betrachtungshorizont konstant höher war als die Volatilität von Private Equity.

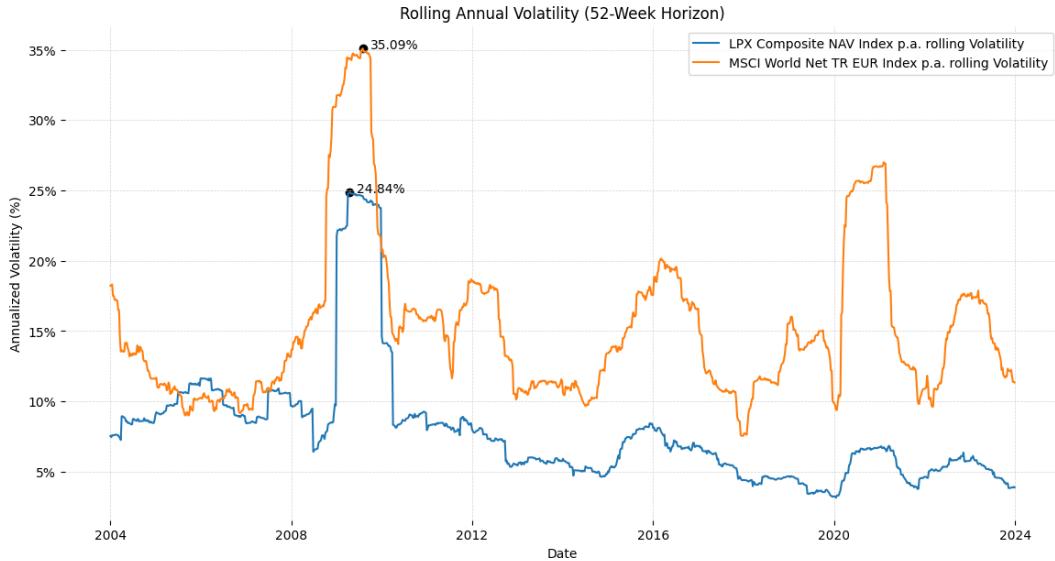


Abbildung 42 52 Wochen rollierende, annualisierte Volatilität von LPX Composite NAV Index und MSCI World Net TR Index (in Euro), Quelle: Bloomberg, Wöchentliche Renditen: 10.01.2003 – 29.12.2023, eigene Darstellung.

Gemäss Trym Riksen¹⁸ ist der direkte Vergleich der Volatilitäten von Private Equity und Listed Equity jedoch nicht sinnvoll, da die Renditen der PE-Fonds geglättet sind. Da PE im Vergleich zu Listed Equity strikt weniger volatil ist, ist angesichts des höheren Fremdkapitaleinsatzes bei PE ohnehin nicht plausibel. Der Grund für die empirische Beobachtung liegt in den Bewertungen von PE-Fonds, die oft nur quartalsweise bewertet und mit mehreren Monaten Verzögerung veröffentlicht werden.

2.2.4.3 Deep Dive: SAA Benchmark Renditeaufschlag

Der Renditeaufschlag (Pick-up) dient als Illiquiditätsprämie und stellt die zusätzlich zu erwartende Rendite dar, die für das Eingehen des Illiquiditätsrisikos erwartet wird. Im Gegensatz zu Listed Equity, die leicht handelbar sind, sind Private Equity-Investitionen per se illiquide und erfordern eine langfristige Kapitalbindung. Die Illiquiditätsprämie hat zum Ziel dieses zusätzlichen Risiko auszugleichen. Für die Subkategorie Private Equity wird dieser Aufschlag auf den liquiden Aktienindex MSCI World Net TR (Hedged, CHF) aufgeschlagen.

Die nachfolgende Grafik zeigt die Differenz der annualisierten Renditen zwischen den zwei Indizes LPX Composite NAV Index und dem SAA Benchmark Index MSCI World Net TR EUR über verschiedene rollierende Zeiträume (3, 4, 5, 6 und 7 Jahre). Für jeden rollierenden Zeitraum wird eine Linie gezeichnet, die die Differenz der annualisierten Renditen im Laufe der Zeit darstellt. Diese Differenz stellt den Return Pick-up dar. Die Legende zeigt den Durchschnitt und die

¹⁸ Trym Riksen, Head of Portfolio Management at Gabler AS. "FABRICATION OF SOOTHING SMOOTHING IN PRIVATE EQUITY RETURNS",

Standardabweichung der Differenz der annualisierten Renditen für den jeweiligen rollierenden Zeitraum. Der Durchschnitt gibt den mittleren Return Pick-up über den gesamten rollierenden Zeitraum an und die Standardabweichung gibt die Volatilität des Pick-up pro rollierenden Zeithorizont (über die gesamte Beobachtung) an.

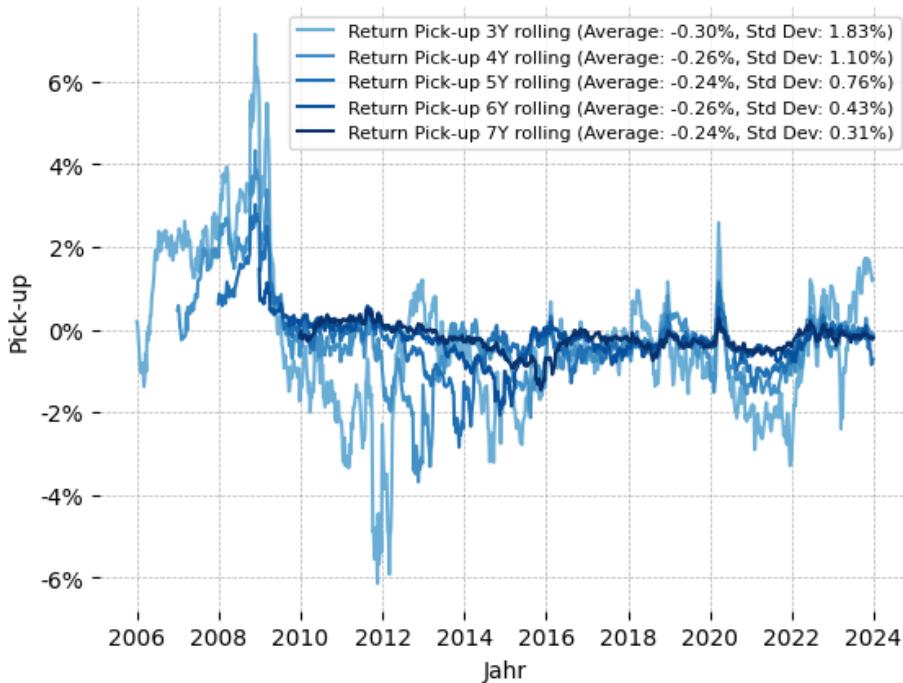


Abbildung 43 Return Pick-Up als annualisierte Rendite Differenz zwischen LPX Composite NAV Index und MSCI World Net TR EUR p.a., Quelle: Bloomberg, Wöchentliche Renditen: 10.01.2003 – 29.12.2023, eigene Darstellung.

Der Vergleich über die verschiedenen rollierenden Zeitperioden deutet darauf hin, dass ein Renditeaufschlag nicht gerechtfertigt ist. Zudem scheint der Renditeaufschlag unabhängig von der gewählten Betrachtungsperiode im Schnitt negativ zu sein, was angesichts der Funktion des Aufschlags als Illiquiditätsprämie fraglich erscheint. In dieser Version des Equity-Konzeptes ist es angebracht zu betonen, dass für eine detailliertere Einschätzung des fairen Renditeaufschlags für die Illiquiditätsprämie weitere Untersuchungen sinnvoll wären. Eine Analyse mit den Private Investment Benchmarks von Cambridge Associates könnten hier besonders aufschlussreich sein.

2.2.4.4 Deep Dive: Krisen Private Equity

Private Equity als Investitionsmöglichkeit gibt es seit ca. 1940. Die «Marktreife» und Marktakzeptanz als Anlageklasse fand jedoch in den 90er Jahren statt. Idiosynkratische Krisen, die spezifisch den Private Equity-Markt betroffen haben, während der Listed Equity stabil blieb bzw. Private Equity als Katalysator einer Krise diente, sind nicht bekannt. Aufgrund der Natur von Private Equity können potenziell regulatorische Anpassungen mit Fokus auf PE eine idiosynkratische Herausforderung in diesem Markt hervorrufen, die nicht direkt mit einer Krise bei Listed Equity korrespondieren.

2.2.4.5 Krisen

Dotcom-Blase (2000–2002): Während die Dotcom-Blase hauptsächlich den Technologieaktienmarkt und den breiteren Aktienmarkt beeinflusste, hatte sie auch spezifische Auswirkungen auf den PE-Markt, insbesondere auf Venture-Capital-

Fonds. Viele VC-Fonds hatten in Technologie-Startups investiert, die während der Blase überbewertet waren und später an Wert verloren.

Finanzkrise 2007–2008: Während die Finanzkrise die gesamte Wirtschaft beeinflusste, hatte sie auch starke Auswirkungen auf den PE-Markt. Der Zugang zu Fremdkapital wurde deutlich eingeschränkt. Zudem waren die Bewertungen von Portfolio-Unternehmen und die Exit-Möglichkeiten beeinträchtigt, was zu einer Verringerung der Aktivitäten im PE-Markt führte.

Europäische Staatsschuldenkrise (ab 2010): Diese Krise hatte spezifische Auswirkungen auf Private Equity-Investitionen in Europa. Die Unsicherheit und die wirtschaftlichen Probleme in einigen europäischen Ländern beeinträchtigten die Performance und die Fundraising-Aktivitäten von PE-Fonds in der Region.

COVID-19-Pandemie (ab 2020): Die Pandemie und die unsicheren Marktbedingungen führte analog wie bei Listed Equity zu gemischten Rendite Entwicklungen je nach Branche bei Portfolio-Unternehmen.

Die folgende Grafik stellt die Renditen der unterschiedlichen Private Equity-Indizes nach Stil, Region und Grösse während wirtschaftlicher Krisenzeiten dar. Die analysierten Indizes sind:

- LPX Composite NAV: Composite Index, der die Gesamtperformance gelisteter Private Equity-Gesellschaften widerspiegelt.
- LPX Buyout NAV: Konzentriert sich auf gelistete Private Equity-Gesellschaften, die Buyout-Strategien verfolgen.
- LPX Direct NAV: Umfasst nur die Unternehmen, die direkt in Private Equity investieren.
- LPX FoF NAV: Repräsentiert die Performance gelisteter Fund of Fund Fonds im Private Equity-Bereich.
- LPX Mezzanine NAV: Bildet nur gelistete Unternehmen, die Mezzanine-Finanzierungen bereitstellen ab.
- LPX Venture NAV: Dieser Index fokussiert auf gelistete Unternehmen, die in Venture-Capital-Strategien engagiert sind.
- LPX50 NAV: Berücksichtigt nur die 50 grössten gelisteten Private Equity-Gesellschaften.
- LPX America NAV: Reflektiert die Leistung gelisteter Private Equity-Gesellschaften in Amerika.
- LPX Europe NAV: Performance gelisteter Private Equity-Gesellschaften in Europa.

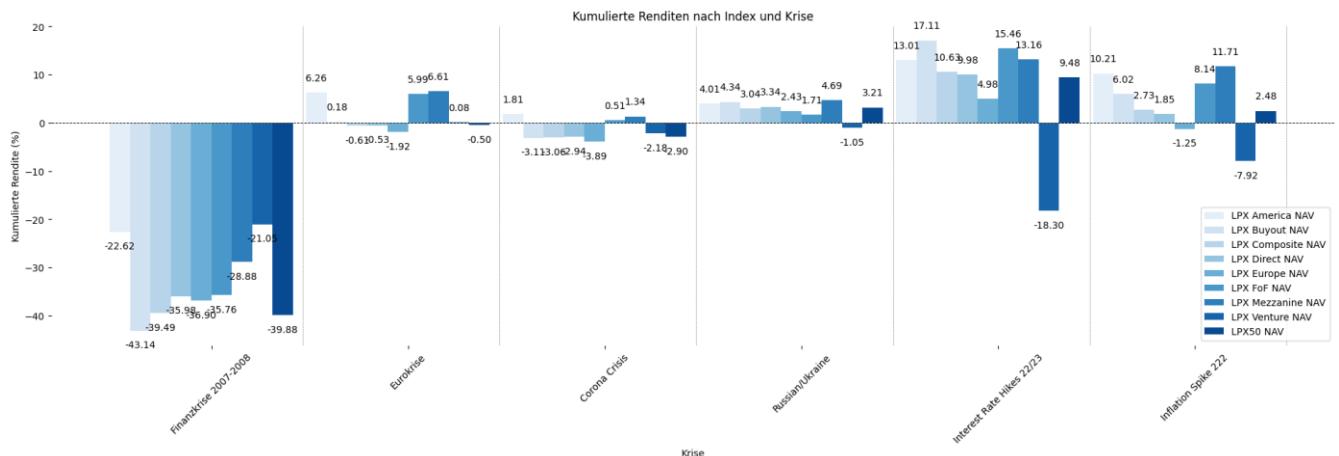


Abbildung 44 Kumulierte Renditen während Krisen in Private Equity nach Regionen, Style und Grösse., Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung.

Finanzkrise 2007-2008: Alle Indizes zeigen stark negative Renditen, wobei der LPX Buyout NAV mit -43.14% den grössten Rückgang verzeichnetet, was auf die harten Bedingungen für Buyout-Transaktionen während der Finanzkrise hinweist.

Eurokrise: Während der Eurokrise sind die Renditen der Indizes gemischt. Wie erwartet verzeichnetet der LPX Europe NAV eine negative Rendite von 1.92%, was darauf hindeutet, dass Private Equity und der Listed Equity Markt während dieser Zeit positiv korreliert waren. Der LPX Mezzanine NAV und LPX America NAV verzeichneten positive Renditen von 6.61% bzw. 6.26%.

Corona Crisis: Die meisten Indizes verzeichneten während der Anfangsphase der Corona-Krise leichte bis moderate Rückgänge. Der LPX Mezzanine NAV und LPX America NAV zeigten sogar positive Renditen von 1.34% bzw. 1.81%.

Russian/Ukraine: Während dieser Krise zeigten die meisten Indizes positive Renditen.

Interest Rate Hikes 22/23: In dieser Periode erzielten viele Indizes hohe positive Renditen, wobei der LPX Buyout NAV mit 17.11% besonders hervorsticht.

Inflation Spike 2022: In dieser Phase gibt es eine deutliche Differenzierung zwischen den Indizes. Der LPX Mezzanine NAV und LPX America NAV erzielten mit 11.71% bzw. 10.21% hohe Renditen, während der LPX Venture NAV mit -7.92% abfiel.

Die untenstehende Grafik stellt noch den Vergleich der Drawdowns zwischen Listed und Private Equity dar.

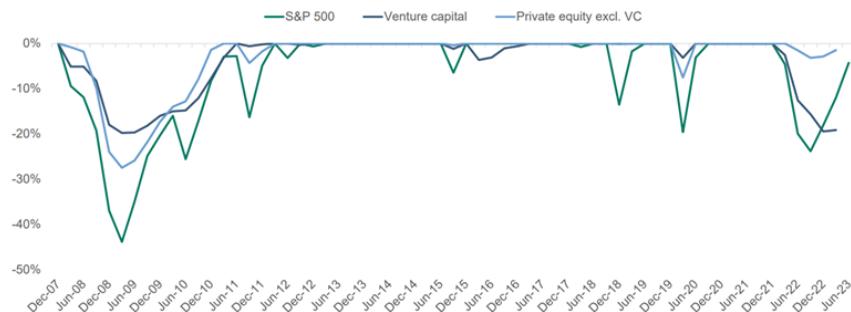


Abbildung 45 Listed Equity und Private Equity Drawdowns, Quelle: Preqin, Darstellung: Apollo Global Management

2.2.5 Verhalten und Marktphasen

Die Grundlage für dieses Kapitel ist analog zu Listed Equity (Kapitel 2.1.5). Private Equity und Listed Equity basieren auf den gleichen grundlegenden makroökonomischen Fundamentaldaten. Diese Fundamentaldaten sind wirtschaftliche Indikatoren und Faktoren, die die Leistung von Unternehmen und damit auch die Renditen beeinflussen. Die fundamentalen Treiber, die beide Anlageklassen beeinflussen sind:

Wirtschaftswachstum: Das allgemeine Wirtschaftswachstum hat einen starken Einfluss auf die Performance von Unternehmen. Ein stärkeres Wirtschaftswachstum führt typischerweise zu höheren Umsätzen und Gewinnen, was sich positiv auf die Renditen sowohl von PE- als auch von börsenquotierten Aktien auswirken kann.

Zinssätze: Die Höhe der Zinssätze beeinflusst die Finanzierungskosten und kann die Rentabilität beeinträchtigen. Niedrige Zinssätze können die Investitionen in Unternehmen begünstigen und somit die Renditen beider Anlageklassen steigern.

Inflation: Inflation kann die Kaufkraft und die Kosten für Unternehmen beeinflussen. Ein moderates Inflationsniveau kann förderlich sein, während hohe Inflation die Rentabilität beeinträchtigt.

Internationale Handelsbedingungen: International tätige Unternehmen sind von den Handelsbedingungen zwischen Ländern abhängig. Handelsabkommen, Zölle und Handelskonflikte können die Leistung von Unternehmen und somit auch die Renditen von PE und Listed Equity beeinflussen.

Politische und rechtliche Rahmenbedingungen: Die politische Stabilität, steuerliche Regelungen und rechtliche Rahmenbedingungen in einem Land hat Auswirkungen auf Unternehmen. Änderungen in diesen Bereichen können die Rentabilität und das Risikoprofil von Investitionen beeinflussen.

Bei Private-Equity-Investitionen (PE) besteht hingegen, im Gegensatz zu Listed Equity, die bekannte Problematik bezüglich der Bewertungen und deren zeitlichen Verzögerung (Lag), die aus der Natur dieser illiquiden Anlageform resultiert. PE-Fonds tätigen Investitionen in nicht börsennotierte Unternehmen, deren Preise nicht kontinuierlich durch den Markt bestimmt werden, wie es bei börsennotierten Aktien der Fall ist. Die Bewertungen von Private Equity-Investitionen werden quartalsweise intern in den Private-Equity-Unternehmen durchgeführt und zusätzlich jährlich von unabhängigen Bewertern vorgenommen. Dieser Bewertungslag bei PE ist hauptsächlich der Illiquidität der Anlagen und den angewandten Bewertungsmethoden geschuldet.

Die gängigsten Bewertungsmethoden von Private-Equity-Investitionen sind folgende:

- Market Approach:
 - Multiples: Bewertung auf Basis von Vielfachen relevanter Finanzkennzahlen wie EBITDA, Umsatz oder Gewinn, die aus Vergleichsunternehmen oder -transaktionen abgeleitet werden.
 - Industry Valuation Benchmarks: Branchenspezifische Bewertungskennzahlen, die aus einer Gruppe von vergleichbaren Unternehmen oder durchschnittlichen Branchenwerten ermittelt werden.
 - Available Market Prices: Verfügbare Marktpreise aus früheren Investitionsrunden oder aktuellen Handelstransaktionen.

- Income Approach (Einkommensansatz):
 - Discounted Cashflow (DCF): Bewertung basierend auf den diskontierten erwarteten, zukünftigen Cashflows.
- Replacement Cost Approach (Reproduktionswertansatz):
 - Net Assets: Bewertung auf Basis des Nettovermögens (Differenz zwischen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten) unter Berücksichtigung des Wiederbeschaffungswerts der Vermögenswerte.

Bei den Bewertungsmethoden werden Modelle und Schätzparameter herbeigezogen, da zeitlich relevante Marktransaktionen praktisch nicht verfügbar sind. Bewertungen von PE-Gesellschaften müssen zudem durch ein Audit geprüft werden. Aufgrund dieses Lags können Verzerrungen bei der Performancebewertung und beim Renditevergleich zwischen Private Equity und Listed Equity entstehen. Zudem variiert dieser Lag nicht nur je nach Marktlage, sondern auch je nach spezifischem Private Equity Investment, was die Vergleichbarkeit der Performance- und Risikobeurteilung weiter mindert.

Eine Möglichkeit, um den Lag eines breiten PE-Index gegenüber Listed Equity zu bestimmen, ist mithilfe der Lead-Lag-Analyse. Dies ist eine statistische Methode, die die zeitliche Dynamik zwischen zwei Rendite-Zeitreihen untersucht, um herauszufinden, ob Veränderungen in einer Zeitreihe systematisch vor (Lead) oder nach (Lag) Veränderungen in einer anderen Zeitreihe auftreten.

Für die Interpretation der Lead-Lag-Analyse: Der LPX Composite NAV Index ist die 1. Zeitreihe, MSCI World Net TR EUR stellt die 2. Zeitreihe dar.

- Positive Korrelation bei negativem Lag: Wenn die Korrelation bei einem negativen Lag hoch ist, bedeutet dies, dass die erste Zeitreihe (die verschoben wurde) dazu neigt, der zweiten Zeitreihe voranzugehen. Somit ist die erste Zeitreihe ein potenzieller Leading-Indikator für die zweite Zeitreihe.
- Positive Korrelation bei positivem Lag: Eine hohe Korrelation bei einem positiven Lag deutet darauf hin, dass die erste Zeitreihe der zweiten Zeitreihe folgt, also ein Lagging-Indikator ist.
- Höchste Korrelation: Der Lag mit der höchsten Korrelation gibt den Zeitversatz an, bei dem die stärkste Beziehung zwischen den Zeitreihen besteht.

Diese Analyse liefert keine sehr detaillierten Erkenntnisse, deutet jedoch darauf hin, dass die Wahrscheinlichkeit, dass der MSCI World Net TR EUR Index als Leitindikator fungiert, höher ist. Es ist am wahrscheinlichsten, dass der Zeitversatz (Lag) zwischen 0 und 6 Monaten liegt.

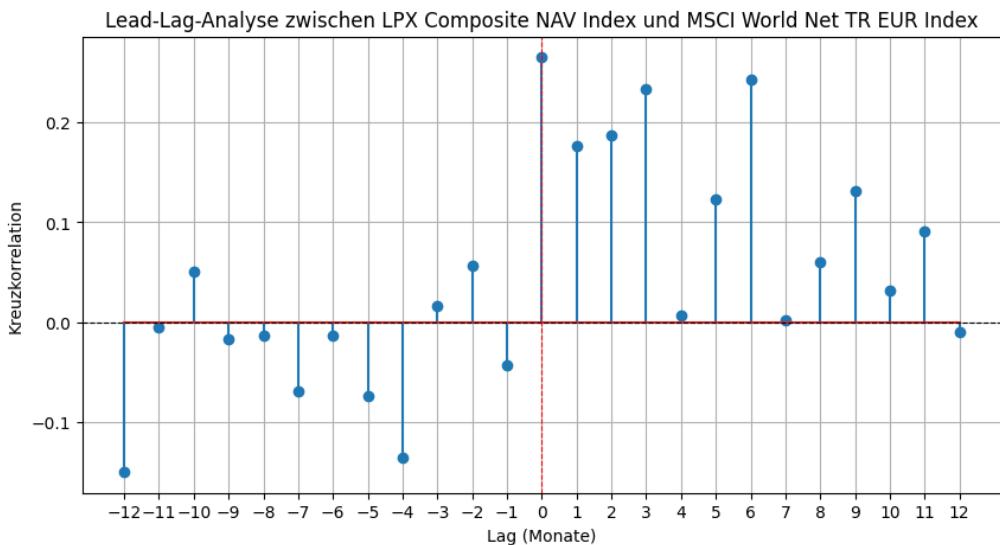


Abbildung 46 Lead-Lag Analysen von Private Equity Index gegenüber MSCI World Net TR EUR, Quelle: Bloomberg, Zeitperiode der monatlichen Renditen: 30.01.2004 – 29.12.2023, eigene Darstellung.

2.2.6 Charakteristika

Diese Kapitel hat das Ziel, die Charakteristiken von Private Equities im grösseren Anlageuniversum und ggü. Anderen Anlageklassen einzuordnen. Die

Die Werte der Skalen ist von 1 (tief) bis 5 (hoch). Die Werte sind so gewählt, dass sie im Vergleich zu anderen Anlageklassen aussagekräftig sind. Die Zuteilung erfolgte gemäss Expertenmeinung.

Dimension	Listed Equities CH	Listed Equities DM ex CH	Listed Equities EM	Private Equity	Rates	Listed Credit
Return: Hoher einstelliger Bereich, über der Zielrendite des Gesamtportfolios der PK.	4	4	4	5	2	3
Market Volatility: In der Regel tief, kann aber phasenweise mittel oder hoch sein; Beobachtung ist schwierig.	4	4	5	2	2	3
Tail Risk: Hoch, in längeren adversen Marktphasen würden die Bewertungen von PE-Firmen ebenfalls stark unter Druck kommen. Ebenfalls können spezifische systemische Risiken nicht ausgeschlossen werden.	4	4	5	5	2	3
Liquidity: Es besteht kein standardisierter Markt und Sekundärtransaktionen benötigen mehrere Monate bis Quartale.	4	5	4	1	4	3
Sensitivity to Business Cycle: Aufgrund der direkten Verknüpfung der Gewinne mit dem Wirtschaftswachstum ist die Sensitivität hoch, allerdings durch die geringe indirekte Sensitivität reduziert.	5	5	5	3	1	3

Interest Rate Sensitivity: Die Korrelation zwischen Aktien und Zinsen ist nicht stabil.	2	2	2	2	5	4
Equity Risk Sensitivity: Per Definition hoch.	5	5	5	5	2	4
Implementation Complexity: Die Umsetzung erfordert ein erhöhtes Mass an Aufwand, da kein standardisiertes Instrument besteht. Je mehr Anforderungen an Mitsprache und Mitbestimmung bestehen, desto höher der Implementationsaufwand.	1	1	2	4	1	1
Market Size: Stark wachsender Markt mit zunehmender Anzahl von Marktteilnehmern.	2	5	4	3	5	3
Cost: Teuer in der Umsetzung aufgrund von teilweise mehrschichtigen, komplizierten Gebührenstrukturen inkl. Gewinnbeteiligungen (Performance-Fees).	1	1	2	4	1	1

(Kategorien zum Vergleichen: Equity DM (MSCI Welt), Equity EM (MSCI EM), Credit (Agg. Credit), Rates (Agg. Gov.)

Tabelle 7 Charakteristiken Private Equity, Quelle: eigene Darstellung

2.2.7 Implementationsvarianten

Im Private Markets Bereich sind unterschiedliche Implementationsvarianten vorstellbar.

Variante	Beschreibung	Stärken	Schwächen
1) Interne Selektion von Funds	Internes Team selektiert und überwacht passende closed-ended Funds	<ul style="list-style-type: none"> • Tiefe direkte Kosten • Volle Kontrolle 	<ul style="list-style-type: none"> • Die dafür nötigen personellen und technischen Ressourcen müssten aufgewendet und entwickelt werden • Operativ aufwendig, sofern Back- und Middleoffice selber betrieben wird.
2) Einsatz Fund-of-Funds	Anlagen in Fund of Fund Strukturen	<ul style="list-style-type: none"> • Operativ einfach 	<ul style="list-style-type: none"> • Anlagerichtlinien/Strategie sind gegeben und können nicht verändert werden. • Anlagen sind nicht segregiert von anderen Investoren. • Management Fees entstehen auf mehreren Ebenen
3) Einsatz Advisor/Multi-Manager	Selection und Betreuung der Closed-Ended Zielfonds wird an einen externen Spezialisten delegiert.	<ul style="list-style-type: none"> • Mandat kann sehr frei gestaltet werden • Komplexität und Führungsaufwand für Personal ist externalisiert 	<ul style="list-style-type: none"> • Mittlere operativ Komplexität • Je nach Ausgestaltung muss trotzdem substanzielles Knowhow intern verfügbar sein • Management Fees entstehen auf mehreren Ebenen

Tabelle 8 Implementationsvarianten, Quelle: eigene Darstellung

Die Auswahl der Variante sowie ihre genaue Ausgestaltung benötigen eine detaillierte Analyse. Bezuglich "Make-or-Buy" gibt es bei allen Varianten diverse strategische und operative Details, die in dieser Version wie einleitend beschrieben nicht behandelt werden.

3 Abgrenzung

Dokument

Das Kapitel zu Private Equity wurde bewusst kurzgehalten, da sich die Strategie aktuell in Review befindet. Der Fokus liegt aktuell lediglich auf der Beschreibung des Universums. Strategie, Allokation und Implementation werden noch nicht beschrieben.

Die Subkategorien Equity Opportunistic und Equity Risk Mitigation werden noch nicht beschrieben.

Anlagekategorie

Die Anlage in Privatfirmen ist nicht Teil der Privat Equity Strategie, lediglich via Fonds. Direktinvestitionen in Privatfirmen, welche aus unternehmensstrategischer Motivation erfolgen, sind nicht von diesem Ausschluss betroffen.

Anlagen, welche in die Kategorien Real Estate oder Private Infrastructure fallen, sind nicht Teil der Anlageklasse Equity.

4 Steuerung und Strategie

Ausgangspunkt für die Steuerung und Strategie zur Umsetzung ist die strategische Asset Allocation (SAA), welche mit nachvollziehbaren Prozessen aus den finanziellen Zielen der Pensionskasse abgeleitet wird. Die SAA gilt als die neutrale Position, an der sich das gesamte Portfolio auszurichten hat. Eine strategisch bedeutende Entscheidung liegt also darin, ob und mit welchen Mitteln versucht werden soll, die SAA zu übertreffen.

In den vorhergehenden Kapiteln wurde untersucht, welche Eigenschaften die Anlageklasse Equity mit ihren Unterkategorien Private und Listed Equity haben. Im Fall von Private Equity konnte dabei festgehalten werden, dass die strategische Benchmark den Anforderungen an eine faire Messung nicht genügt und deshalb eine Replikation der SAA nicht zum gewünschten Ziel führen kann. Im Fall von Listed Equity konnte durch verschiedene Eigenschaften aufgezeigt werden, dass das Potenzial zur Erzielung einer Überrendite vorhanden ist. Die wichtigsten dieser Eigenschaften werden nachfolgend nochmals aufgeführt:

- Komplexität des globalen Aktienmarktes durch die hohe Anzahl Teilnehmer, die unterschiedlichen Herangehensweisen von Analysten und die Vielzahl an wesentlichen Informationen/Kennzahlen.
- Historisch beobachtbaren Marktbewegungen, durch Ineffizienzen in Folge von Informationsungleichheit, Anpassungsprozesse an neue fundamentale Fakten und Rahmenbedingungen
- Einfluss von verhaltensbasierten Faktoren auf die Preise

Die Pensionskasse ist überzeugt, dass eine strukturierte taktische Steuerung der Aktienquote einen Mehrwert bringen kann (allgemeine Ineffizienzen, Marktverwerfungen, Verhalten von Investoren, usw.). Außerdem anerkennt die Pensionskasse die Vielfältigkeit der möglichen Aktienstrategien auf Stufe Portfoliomanagement und sieht darin weiteres Potenzial durch die aktive Selektion von Titeln im Universum einen Mehrwert zu schaffen (Analyse von Fundamentaldaten, Research, Rahmenbedingungen, usw.). Nachfolgend werden die oben beschriebenen Eigenschaften auf konkrete Grundsätze und Vorgaben übersetzt.

Die Pensionskasse unterscheidet in der Steuerung grundsätzlich zwischen liquiden und illiquiden Anlagen. Die illiquiden Anlagen können nicht taktisch eingesetzt werden, da die eingeschränkte Liquidität kein Market-Timing zulässt. Deshalb werden die Privatmarktanlagen durch die dafür vorgesehenen Gremien in der IDO gemäss SAA umgesetzt. Im Falle von Equity zählen dazu die Anlagen der Subkategorie Private Equity.

Grundsatz 1 **Private Equity** wird über den ALM-Prozess gesteuert und gemäss IDO umgesetzt.

Für die liquiden Anlagen gilt die SAA als Orientierungs- und Beurteilungsgröße. Basierend auf der SAA wird über einen strukturierten Taktikprozess durch die gezielte Über- und Untergewichtung von Anlageklassen ein Mehrwert angestrebt.

Grundsatz 2 Die Pensionskasse befürwortet eine aktive Taktik bei Listed Equity auf Stufe Subkategorien zur Erzielung eines Mehrwerts gegenüber der SAA.

Der Fokus in der Taktik liegt auf der Über- bzw. Untergewichtung der gesamten listed Aktienquote. Zeitweise können regionale Über- bzw. Untergewichtungen ebenfalls Sinn ergeben und werden mit entsprechender Begründung befürwortet. Die Abweichung von der SAA wird über das Allokationsbudget eingeschränkt.

Grundsatz 3 Der Fokus der Taktik liegt auf der Steuerung der gesamten gelisteten Aktienquote. Regionale Bausteine sollen der Taktik für explizite Regionen Gewichtungen zur Verfügung stehen.

Eine aktive Selektion wird aus folgenden Gründen als sinnvoll erachtet:

- Die Risikotreiber von Aktien sind vielfältig und zu weiten Teilen gut beobachtbar. Eine systematische oder fundamentale Beurteilung dieser Risiken zur Selektion von Titeln erscheint deshalb zielführend.
- Der historisch beobachtbare Auf- und Abbau von Konzentrationen in einzelnen Risikofaktoren führt zu einer erhöhten Volatilität, für die der Investor langfristig nicht entschädigt wird. Eine aktive Selektion von Titeln kann diesen Umstand verbessern.

Grundsatz 4 Die Pensionskasse befürwortet die aktive Titelselektion zur Erzielung eines Mehrwerts gegenüber der jeweiligen Subkategorie-Benchmark.

Damit auf Stufe Selektion von den Vorteilen eines möglichst breiten Anlageuniversum profitiert werden kann, wird zu den regionalen Bausteinen zusätzlich eine konsolidierte Subkategorie innerhalb der SAA-Kategorien geschaffen, die eine transparente Umsetzung, Messung und Berichterstattung zulässt. Die Taktik soll über eine stabile Allokation zu dieser konsolidierten Subkategorie sicherstellen, dass eine Core-Allokation zu globalen aktiven Managern langfristig möglich ist (Taktische Steuerung = statisch). Gleichzeitig muss die Taktik sicherstellen, dass sie die gesamte Aktienquote als auch einzelne Regionen in angemessenem Ausmass erhöhen und reduzieren kann, ohne dabei in die Allokation der globalen Manager einzutreten (Taktische Steuerung = dynamisch). Diese Massnahme ist notwendig, um sowohl den nachhaltigen Erfolg der aktiven Strategien zu ermöglichen als auch in Fällen von starken Marktbewegungen von Über- und Untergewichtungen zu profitieren.

Grundsatz 5 Die Taktik muss sicherstellen, dass eine aktive Core-Allokation zu Global Equity langfristig stabil, d.h. ohne signifikante Liquiditätsflüsse, investiert werden kann und gleichzeitig ein angemessener Bewegungsspielraum für taktische Über- und Untergewichtungen der gesamten Aktienallokation als auch in geringerem Ausmass für die Regionen Allokationen möglich sind.

Die Auswahl geeigneter Ansätzen, um ihre Benchmark nach Kosten zu übertreffen, ist jedoch sehr herausfordernd.. Es ist jedoch die Überzeugung der Pensionskasse, dass unter gewissen Umständen ein Resultat erzielt werden kann, das deutlich über dem Durchschnitt liegt. Die dafür notwendigen Voraussetzungen sind unter anderem:

- **Prozess:** Ein strukturierter, repetierbarer Manager Selection und Monitoring Prozess muss aufzeigen, wie bei der Auswahl von Managern vorgegangen wird und wie diese während dem Investitionszeitraum überwacht werden. Es müssen nachvollziehbare Kriterien für die Selektion, die Beurteilung und die Deselektion formuliert sein.
- **Know-How:** Die mit dem Prozess betrauten Personen müssen eine langjährige Erfahrung in der Auswahl von Managern mitbringen und ein entsprechend gutes Netzwerk vorweisen können.

- **Ressourcen:** Für die Umsetzung des gewählten Prozesses müssen genügend Ressourcen in Form von Personal, Screening-Tools, Marktdaten, Peervergleichen, usw. zur Verfügung stehen.

Die Pensionskasse erkennt, dass eine nachhaltig erfolgreiche Titelselektion im Anlageuniversum von Listed Equity sehr viel Erfahrung, ein fokussiertes, stabiles Team und je nach Ansatz bedeutende Ressourcen voraussetzt. Diese Voraussetzungen können aus Sicht der PK nur global führende, dezidierte Equity Manager erfüllen. Durch eine strukturierte Selektion von Managern und ein kontinuierliches Monitoring mit entsprechenden personellen und finanziellen Ressourcen innerhalb der Pensionskasse können diese Manager evaluiert werden. Von einer internen Verwaltung von breiten Aktienmandaten wird abgesehen.

Grundsatz 6

Die Pensionskasse stellt die notwendigen Ressourcen für eine erfolgreiche Manager Selection im Bereich Listed Equity zur Verfügung. Sollte diese Voraussetzung nicht gegeben sein, wird die Selektion von aktiven Mandaten als Core-Allokation überprüft. Dieselben Kriterien gelten für den Betrieb des TAA-Prozesses.

Nachfolgend wird die aktuelle Portfoliostruktur dargestellt und dabei die in diesem Konzept befürwortete Umsetzung als auch das Ziel der taktischen Steuerung definiert.

SAA-Kategorie	Sub-Kategorie	Mandatstypen	Taktische Steuerung
Listed Equity CH	Listed Equity CH	Aktiv, Passiv	Regional, dynamisch
Listed Equity DM Non-CH	Listed Equity Europe Non-CH	Aktiv, Passiv	Regional, dynamisch
	Listed Equity North America	Aktiv, Passiv	Regional, dynamisch
	Listed Equity Pacific	Aktiv, Passiv	Regional, dynamisch
	Listed Equity Global	Aktiv	Global, statisch
Listed Equity EM	Listed Equity EM Non-China	Aktiv, Passiv	Regional, dynamisch
	Listed Equity EM China	Aktiv, Passiv	Regional, dynamisch

Tabelle 9 Darstellung der verschiedenen Subkategorien in Bezug auf Mandatstypen und taktische Steuerung, Quelle: eigene Darstellung

5 Listed Equity CH

Dieses Kapitel beschreibt die Anlageklasse Listed Equity CH bezüglich ihrer Eigenschaften im Portfolio, Marktgrösse und Entwicklung, bringt die verwendeten Benchmarks näher, erklärt die erwarteten Risiken und Renditen und gibt Auskunft zu Rendite-/Risikoprofil und den möglichen Implementationsvarianten.

5.1 Beschreibung der Anlageklasse

Die Anlageklasse Listed Equity CH umfasst börsennotierte Aktiengesellschaften, die in der Schweiz ansässig oder kotiert sind. Diese Anlagen bieten ein breites Spektrum an Investitionsmöglichkeiten über verschiedene Sektoren und Unternehmensgrößen hinweg, wobei alle im Swiss Performance Index (SPI) enthalten sind.

5.1.1 Benchmark Definition

Die Benchmark für Listed Equity CH ist der SPI und reflektiert die Performance des Schweizer Aktienmarkts, indem er die Gesamtrendite, der an der SIX Swiss Exchange notierten Unternehmen, abbildet. Der SPI ist ein marktkapitalisierter Index.

Benchmark Name	Gewicht	Ticker
SIX Swiss Performance Index	100%	SPI Index

Tabelle 10 Benchmarkdefinition Listed Equity CH, Quelle: ÜSAA2-2023-DRT

5.1.2 Marktstruktur

5.1.2.1 Marktgrösse

Die Grafik unten zeigt die Entwicklung der Marktkapitalisierung des Swiss Performance Index über einen längeren Zeitraum. Per Ende November 2023 beläuft sich die Marktkapitalisierung auf circa 1'680 Milliarden CHF und auf ein Titeluniversum von insgesamt 213 Aktien. Die signifikanten Einflüsse externer Ereignisse auf den Schweizer Aktienmarkt sind erkennbar, insbesondere während der Finanzkrise im Jahr 2008 und der COVID-19-Pandemie im Jahr 2020. Diese Ereignisse führten zu deutlichen Rückgängen im Marktwert.

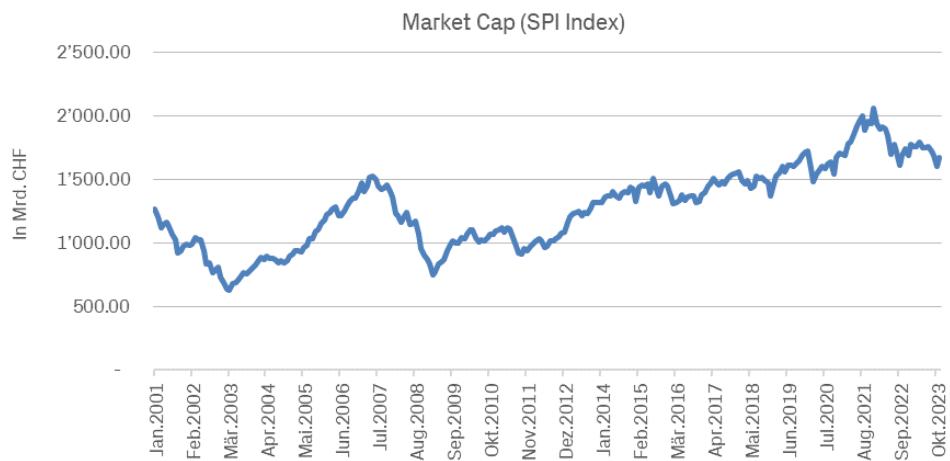


Abbildung 47 Marktkapitalisierung SIX Swiss Performance Index über die Zeit, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung.

5.1.2.2 Sektoren

Die Grafik stellt sowohl den zeitlichen Verlauf der GICS-Sektorallokationen als auch die Top-5 zum letzten Stichtag Ende November 2023 im Benchmark SPI Index dar. Es ist deutlich, dass der Health-Care-Sektor mit 33% den grössten Anteil am Benchmark einnimmt. Die mit Abstand grössten Unternehmen im Health-Care-Sektor sind Novartis und Roche mit jeweiligen Gewichten im Benchmark von 12,5% und 11,6%. Der Consumer-Staples-Sektor ist mit 20% vertreten, wobei der Löwenanteil mit 18,2% auf Nestlé entfällt. Der Financials-Sektor ist über die Zeit gefallen. Aktuell beträgt die Sektorallokation 18%, wobei die UBS Group knapp 5,2% ausmacht und die Zurich Insurance Group als zweitgrösstes Unternehmen im Sektor 4,4% ausmacht. Danach folgen kleinere Unternehmen wie beispielsweise die Partners Group mit 1,8%.

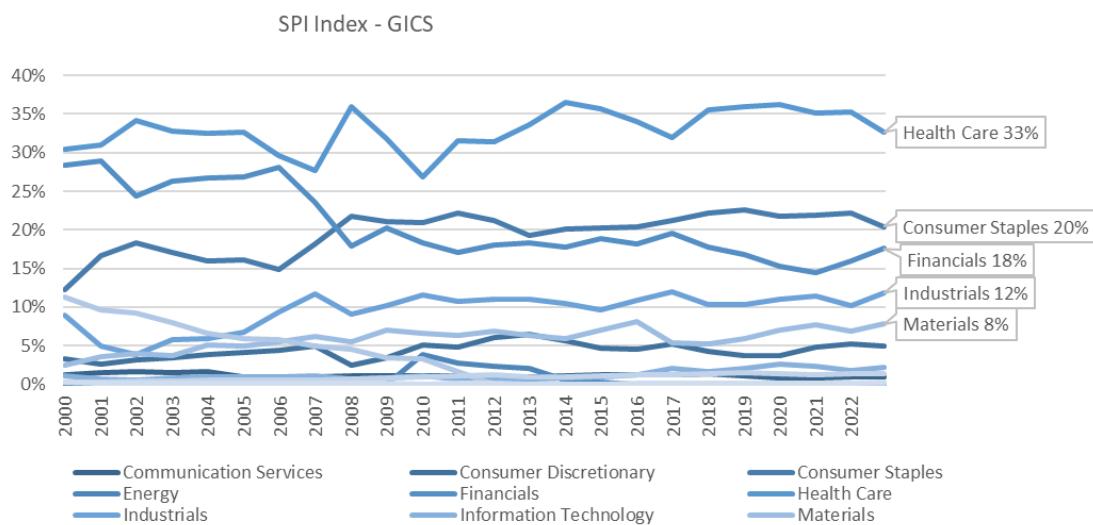


Abbildung 48 GICS Sektor Allokationen des SIX Swiss Performance Index über die Zeit, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung.

5.1.2.3 Cap-Sizes

In der zeitlichen Entwicklung des Swiss Performance Index ist eine signifikante Verschiebung hin zu einem dominierenden Anteil von Large-Cap-Aktien zu beobachten. Im Jahr 2000 setzte sich der SPI aus 70% Large-Cap-Aktien, 20% Mid-Cap- und 10% Small-Cap-Aktien zusammen. Per Stand Ende November 2023, besteht der Index zu 93% aus Large-Cap-Aktien. Diese Entwicklung lässt sich durch mehrere Faktoren erklären:

Marktkonsolidierung: Die zunehmende Marktkonsolidierung, begünstigt durch Fusionen und Übernahmen, führte dazu, dass grössere Unternehmen weiterwuchsen und ihre Marktkapitalisierung erhöhten. Diese Entwicklung verstärkte ihre Präsenz im Index.

Beispiel: Zusammenschluss von Novartis und Alcon im Jahr 2010.

Globale Expansion und Wettbewerbsfähigkeit: Viele der Large-Cap-Unternehmen in der Schweiz haben ihre globale Reichweite und Wettbewerbsfähigkeit ausgebaut, was zu einer erhöhten Marktkapitalisierung und einem grösseren Einfluss im SPI führte.

Beispiel: Roche und Nestlé, die in neue Märkte expandiert sind und eine höhere Marktkapitalisierung erreichten.

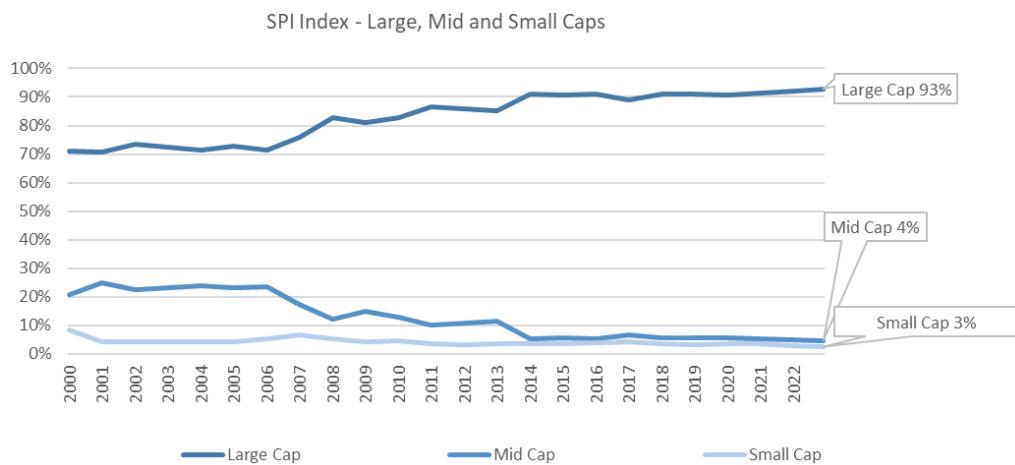


Abbildung 49 Verteilung Large-Cap, Mid-Cap und Small-Cap des SIX Swiss Performance Index über die Zeit, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung.

5.1.2.4 Top 10

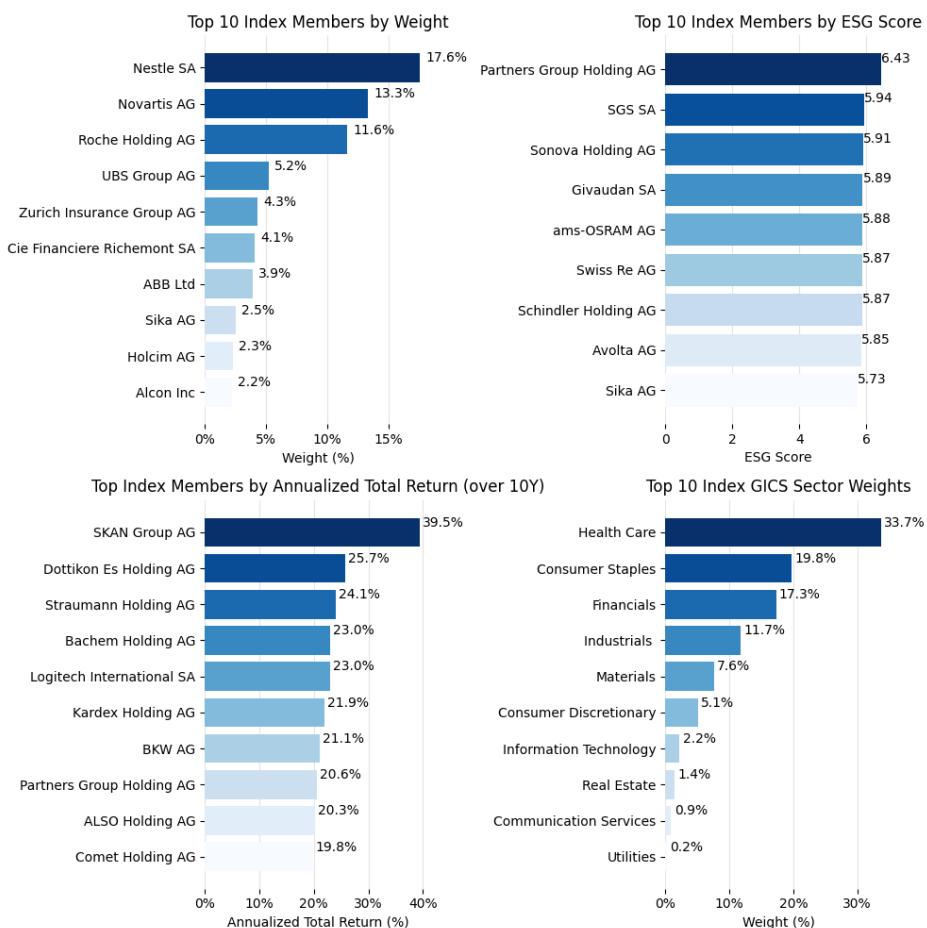


Abbildung 50 Top 10 Index Eigenschaften und Index Member sowie Index Member Eigenschaften, Quelle: Bloomberg per 18.01.2024, eigene Darstellung.

5.1.3 Renditeerwartungen

Risk/Return Assumptions (ALM Officer)

	Expected Return	Volatility
Listed Equity CHF	4.65%	17.5%

Tabelle 11 Risk/Return Assumptions Listed Equity CHF, Quelle: PPCMetrics, 31.12.2023

Capital Market Assumptions PKCSG

	Expected Return	Volatility
Listed Equity CHF	5.73%	14.98%

Tabelle 12 Risk/Return Assumptions Listed Equity CHF, Quelle: PKCSG, 31.10.2023

5.2 Strategie

5.2.1 Ziele

Dieses Kapitel beschreibt die Ziele und Erwartungen der Pensionskasse an ihre Anlage in Listed Equity CH. Diese werden primär von den Charakteristiken abgeleitet und in diesem Kapitel operationalisiert, so dass sie konkret gemessen werden können.

Return	Erzielen einer Überperformance von 0.8% p.a.
Market Volatility	Die Strategie soll ein ähnliches Risikoprofil aufweisen wie die Subkategorie Benchmark.
Tail Risk	Es soll auf eine angemessene Diversifikation geachtet werden, so dass das Einzeltitelrisiko das Risikoprofil der Subkategorie nicht massgeblich beeinflusst (systemisches Risiko statt idiosynkratisches Risiko).
Liquidity	Die Erwartung ist, dass die Liquidität ausreichend hoch ist für regelmässiges Rebalancing und für taktische Anpassungen im Rahmen der strategischen Bandbreiten.
Sensitivity to Business Cycle	Die Strategie kann vom Verhalten der Benchmark abweichen.
Interest Rate Sensitivity	Die Strategie kann vom Verhalten der Benchmark abweichen.
Implementation Complexity	Die Komplexität soll tief sein.
Market Size	Die Marktgrösse wird über das Anlageuniversum bzw. die Benchmarkzusammensetzung sowie den Anspruch auf eine ausreichende Liquidität definiert.

Tabelle 13 Ziele Listed Equity CHF, Quelle: JPKA

5.2.2 Allokation und Constraints

Universum	Es dürfen nur Aktien aus dem Benchmarkuniversum eingesetzt werden. Ausnahmen sind Aktien, die erwartungsgemäss innerhalb von 6 Monaten in den Index kommen.
Tracking Error	Der Tracking Error muss im Rahmen des von der Investment Planning, Treasury and Risk Group definierten Selektionsbudgets liegen.
Sektoren	Es gelten keine speziellen Bandbreiten, sofern der Tracking Error eingehalten wird.

Tabelle 14 Allokation und Constraints Listed Equity CH, Quelle: JPKA

5.2.3 Implementation

Die Strategie folgt grundsätzlich einem Core, Core-Satellite Ansatz. Thematische Satelliten sind zulässig, unter Einhaltung der üblichen Umsetzungsrisikobudgets.

5.2.4 Strategische Erfolgskontrolle

Der Erfolg der Strategie wird in Zukunft regelmässig mit dem CIO und Portfoliomanagement besprochen werden. Dazu muss eine Analyse entwickelt werden, welche mindestens folgende Elemente enthält:

1. Rendite der Strategie und der einzelnen Portfolios
2. Relevante Benchmarks
3. Relevante Peer-Group Investoren (falls möglich)
4. Relevante Peer-Group Funds
5. Würdigung des verantwortlichen Portfolio Managers

6 Listed Equity DM Non-CH

Dieses Kapitel beschreibt die Anlageklasse Listed Equity DM Non-CH bezüglich ihrer Eigenschaften im Portfolio, Marktgrösse und Entwicklung, bringt die verwendeten Benchmarks näher, erklärt die erwarteten Risiken und Renditen und gibt Auskunft zu Rendite-/Risikoprofil und den möglichen Implementationsvarianten.

6.1 Beschreibung der Anlageklasse

Die Anlageklasse Listed Equity DM Non-CH umfasst börsenquotierte Aktiengesellschaften, die in Developed Markets ansässig sind mit Ausnahme der Schweiz. Diese Anlagen bieten ein breites Spektrum an Investitionsmöglichkeiten über verschiedene Sektoren und Unternehmensgrößen hinweg, wobei alle im MSCI World ex Switzerland IMI enthalten sind. Die Definition folgt den Standards von MSCI, wobei Off-Benchmark Positionen bis 15% zulässig sind.

6.1.1 Benchmark Definition

Die Anlagekategorie Listed Equity DM Non-CH umfasst börsenquotierte Aktien aus entwickelten Märkten, jedoch ohne die Schweiz. Schweizer Aktien sind nicht Teil dieser Kategorie, da sie unter Listed Equity CH separat geführt werden, um den gewollten Homebias im Schweizer Markt hervorzuheben und zu steuern.

Der hier verwendete aggregierte Benchmark für Listed Equity DM Non-CH ist der MSCI World ex CH IMI, ein globaler Index, der die Performance von Märkten ausserhalb der Schweiz abbildet. Zur besseren taktischen Steuerung ist diese Benchmark in drei regionale Segmente unterteilt: Europa exklusive Schweiz, Nordamerika und Pazifik. Diese Aufteilung ermöglicht eine gezielte taktische Allokationssteuerung in diesen spezifischen Regionen. Die Gewichte der Subkategorien entsprechen in etwa den Gewichten der Regionen im Index, werden jedoch explizit im ALM-Prozess definiert.

SAA View	Subkategorie	Weight	Benchmark	Ticker
Listed Equity DM Non-CH	Listed Equity Europe Non-CH	15.0%	MSCI Europe ex Switzerland IMI Net TR (hCHF)	HF750518 Index
	Listed Equity North America	74.2%	MSCI North America IMI Net TR (hCHF)	HF750519 Index
	Listed Equity Pacific	10.8%	MSCI Pacific IMI Net TR (hCHF)	HF750520 Index
	Listed Equity World	0	MSCI World Net TR (USD)	NDDUWI Index

Tabelle 15 Benchmarkdefinition Listed Equity DM Non-CH, Quelle: ÜSAA2-2023-DRT

Für die Umsetzung wird, wie weiter oben beschrieben, unter «Listed Equity DM Non-CH» zusätzlich die Subkategorie «Listed Equity World» geführt, die als Vergleichsindex die aggregierte Benchmark (MSCI World ex Switzerland IMI) verwendet.

6.1.2 Marktstruktur

6.1.2.1 Marktgrösse

Die Anlagekategorie repräsentiert eine breite Abdeckung von Aktien aus entwickelten Märkten weltweit, mit Ausnahme der Schweiz. Sie bietet eine umfassende Abdeckung von ca. 5'540 Unternehmen aus 50 Ländern, wodurch sie eine breite Diversifikation in Bezug auf Branchen und Geografien ermöglicht. Die Zusammensetzung des MSCI World ex CH IMI spiegelt die Marktkapitalisierung in diesen Ländern wider und bietet somit eine realistische Darstellung der globalen Aktienmarktperformance ohne den Einfluss des schweizerischen Marktes und der Emerging Markets.

Das Diagramm unten stellt die Entwicklung der Market-Cap des MSCI World ex. CH IMI seit Dezember 2009 dar. Es ist eine positive Entwicklung zu erkennen, obwohl auch hohe Volatilitäten und Rückschläge, wie während der Finanzmarktturbulenzen 2019 und der COVID-19-Pandemie im Jahr 2020, zu sehen sind. Insgesamt können wir einen positiven Trend erkennen.



Abbildung 51 Marktkapitalisierung des MSCI World ex. CH IMI Index über die Zeit, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung.

6.1.2.2 Sektoren

Die Grafik präsentiert die Sektorallokation gemäss GICS im MSCI World ex. CH IMI Index zum Stichtag Ende Dezember 2023. Es ist anzumerken, dass bei MSCI-Indizes eine zeitliche Darstellung aufgrund begrenzter Datenverfügbarkeit oft nicht umsetzbar ist. Bei einer ersten Betrachtung scheint die Sektorallokation gut diversifiziert zu sein. Auffällig ist allerdings der Sektor der Informationstechnologie, welcher mit einem Anteil von über 22% den grössten Teil des Benchmarks ausmacht. Innerhalb dieses Sektors zählen Apple (4.44%), Microsoft (4.07%) und NVIDIA (2.01%) zu den grössten Unternehmen. Der Finanzsektor, der über 15% des Index ausmacht, stellt den zweitgrössten Sektor dar. Er beinhaltet viele Unternehmen aus dem Finanzsektor, zu den drei grössten Unternehmen im Sektor zählen JPMorgan (0.76%), Berkshire Hathaway (0.74%) und Visa (0.65%).

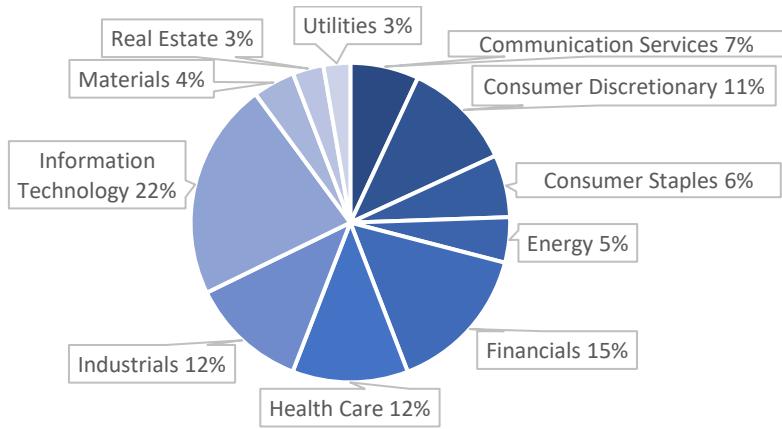


Abbildung 52 GICS Sektorallokation MSCI World ex. CH IMI Index, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung.

6.1.2.3 Market-Caps

Die Verteilung der Aktien nach Marktkapitalisierung im MSCI World ex CH IMI Index ist unten dargestellt. Eine zeitliche Verteilung ist aufgrund der begrenzten Datenverfügbarkeit nicht möglich (Daten erst ab 2021 verfügbar).

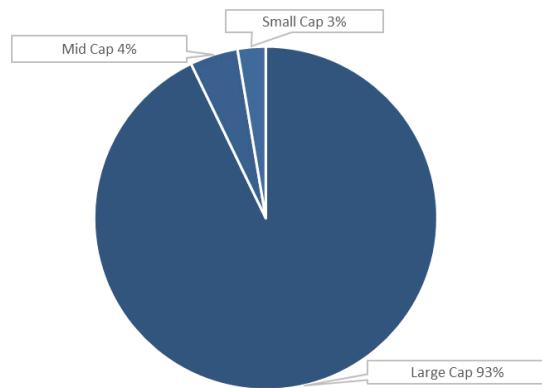


Abbildung 53 Verteilung Large-Cap, Mid-Cap und Small-Cap im MSCI World ex CH IMI Index per 31.01.2024, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung.

6.1.2.4 Währungen

Die Grafik verdeutlicht die Währungsallokation im MSCI World ex. CH IMI Index zum Stichtag Ende Dezember 2023. Dabei fällt auf, dass der grösste Teil der Unternehmen, knapp 72%, in US-Dollar quotiert sind. Der Euro nimmt mit knapp 9% den zweiten Platz ein, gefolgt vom japanischen Yen, der 7% der Währungsallokation repräsentiert. Die restlichen Währungen machen zusammen annähernd 13% des Index aus. Diese Daten bestätigen die dominante Stellung des US-Dollars im Vergleich zu anderen Währungen und spiegeln sich auch in der Regionenallokation wider.

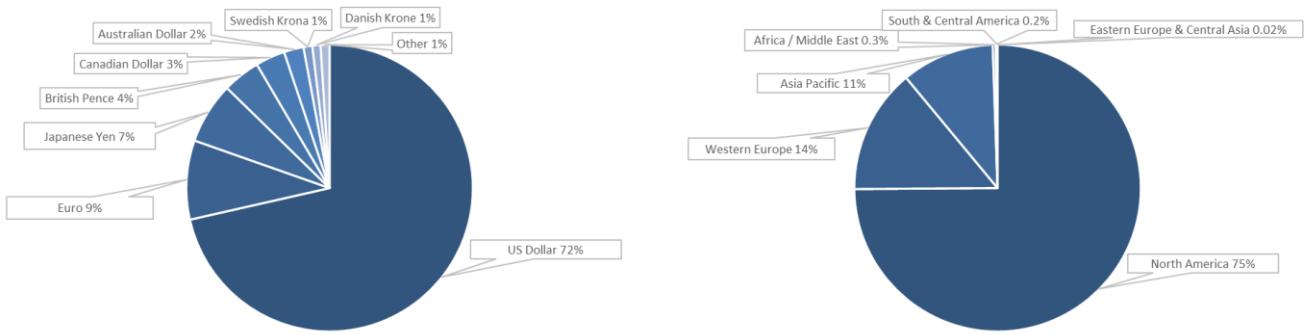


Abbildung 54 Währungs- und Regionen-Allokation des MSCI World ex. CH IMI Index, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung.

6.1.2.5 Top 10

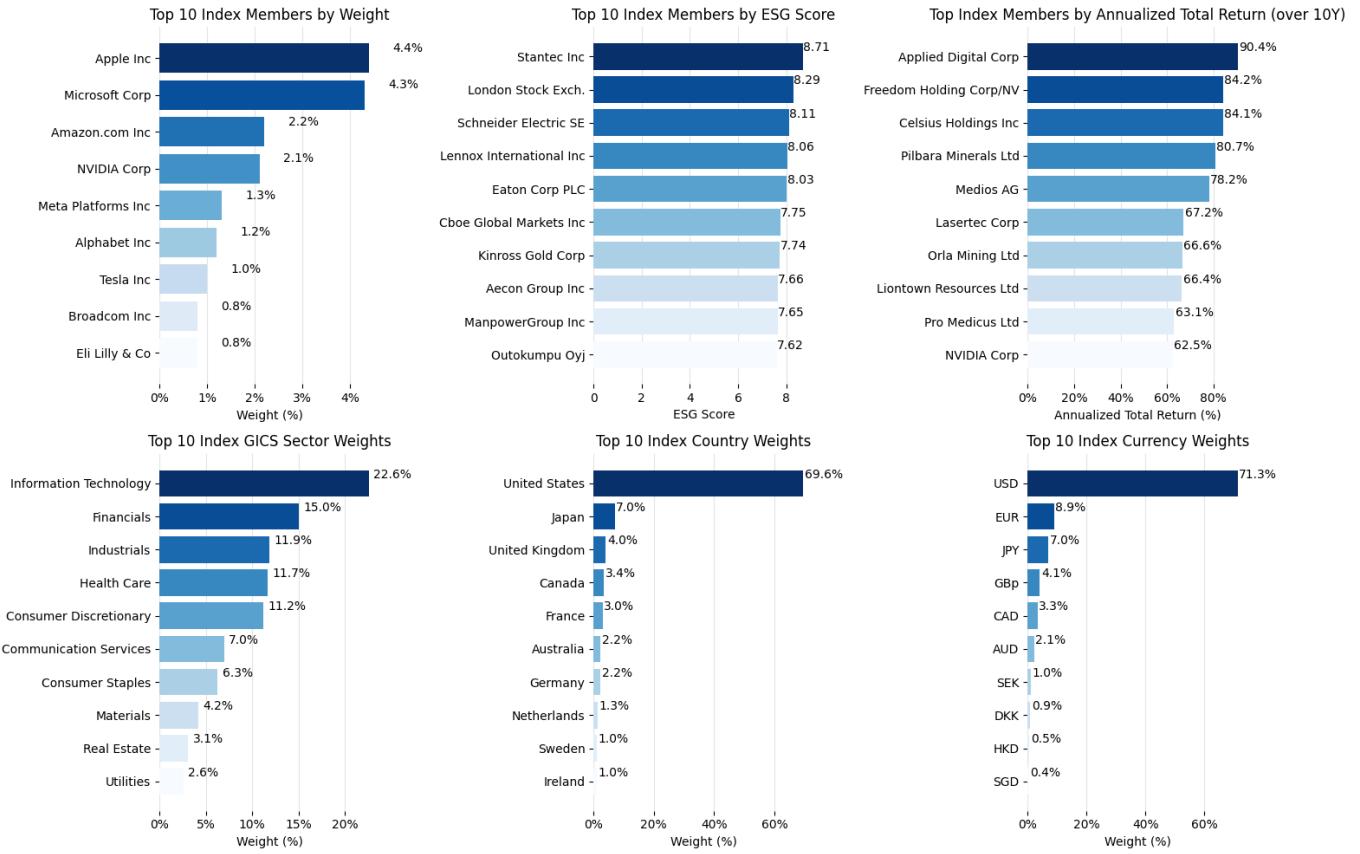


Abbildung 55 Top 10 Index Eigenschaften und Index Member sowie Index Member Eigenschaften, Quelle: Bloomberg per 18.01.2024, eigene Darstellung.

6.1.3 Renditeerwartungen

Risk/Return Assumptions (ALM Officer)

	Expected Return	Volatility
Listed Equity DM Non-CHF	4.65%	14.5%

Tabelle 16 Risk/Return Assumptions Listed Equity DM Non-CH, Quelle: PPCMetrics, 31.12.2023

Capital Market Assumptions PKCSG

	Expected Return	Volatility
Listed Equity DM Non-CHF	5.04%	20.5%

Tabelle 17 Risk/Return Assumptions Listed Equity DM Non-CH, Quelle: PKCSG, 31.10.2023

6.2 Strategie

6.2.1 Ziele

Dieses Kapitel beschreibt die Ziele und Erwartungen der Pensionskasse an ihre Anlage in Listed Equity DM Non-CH. Diese werden primär von den Charakteristiken abgeleitet und in diesem Kapitel operationalisiert, so dass sie konkret gemessen werden können.

Return	Passiv: Erreichen der Benchmarkrendite.. Aktiv: Erzielen einer Überperformance von 1.0% p.a. über einen Zeitraum von 5 Jahren.
Market Volatility	Die Strategie soll ein ähnliches Risikoprofil aufweisen wie die Subkategorie Benchmark.
Tail Risk	Es soll auf eine angemessene Diversifikation geachtet werden, so dass das Einzeltitelrisiko das Risikoprofil der Subkategorie nicht massgeblich beeinflusst (systemisches Risiko statt idiosynkratisches Risiko).
Liquidity	Die Erwartung ist, dass die Liquidität ausreichend hoch ist für regelmässiges Rebalancing und für taktische Anpassungen im Rahmen der strategischen Bandbreiten.
Sensitivity to Business Cycle	Die Strategie kann vom Verhalten der Benchmark abweichen.
Interest Rate Sensitivity	Die Strategie kann vom Verhalten der Benchmark abweichen.
Implementation Complexity	Die Komplexität soll tief sein.
Market Size:	Die Marktgrösse wird über das Anlageuniversum bzw. die Benchmarkzusammensetzung sowie den Anspruch auf eine ausreichende Liquidität definiert.

Tabelle 18 Ziele Listed Equity DM Non-CH, Quelle: JPKA

6.2.2 Allokation und Constraints

Universum	Es dürfen nur Aktien aus dem Benchmarkuniversum eingesetzt werden. Ausnahmen sind Aktien, die erwartungsgemäss innerhalb von 6 Monaten in den Index kommen. Definition gemäss MSCI, Off-Benchmark Positionen bis 15% sind zulässig.
Tracking Error	Der Tracking Error muss im Rahmen des von der Investment Planning, Treasury and Risk Group definierten Selektionsbudgets liegen.
Sektoren	Es gelten keine speziellen Bandbreiten, sofern der Tracking Error eingehalten wird.

Tabelle 19 Allokation und Constraints Listed Equity DM Non-CH, Quelle: JPKA

6.2.3 Implementation

Gemäss der Herleitung der Strategie soll für Listed Equity DM Non-CH ein Core Satellite Ansatz verfolgt werden. Dabei soll der Core-Anteil über globale, aktive Mandate umgesetzt werden kombiniert mit aktiven oder passiven Regionenmandaten.

6.2.4 Strategische Erfolgskontrolle

Der Erfolg der Strategie wird in Zukunft regelmässig mit dem CIO und IC besprochen werden. Dazu muss eine Analyse entwickelt werden, welche mindestens folgende Elemente enthält:

1. Rendite der Strategie und der einzelnen Portfolios
2. Relevante Benchmarks
3. Relevante Peer-Group Investoren (falls möglich)
4. Relevante Peer-Group Funds
5. Würdigung des verantwortlichen Portfolio Managers

7 Listed Equity EM

Dieses Kapitel beschreibt die Anlageklasse Listed Equity EM bezüglich ihrer Eigenschaften im Portfolio, Marktgrösse und Entwicklung, bringt die verwendeten Benchmarks näher, erklärt die erwarteten Risiken und Renditen und gibt Auskunft zu Rendite-/Risikoprofil und den möglichen Implementationsvarianten.

7.1 Beschreibung der Anlageklasse

Die Anlagekategorie repräsentiert eine breite Abdeckung von Aktien aus Schwellenländern. Aktuell sind über 2'400 Unternehmen aus über 20 Ländern vertreten, darunter die grossen Märkte wie China, Indien, Taiwan, Südkorea und Brasilien. Diese Equity Kategorie umfasst Unternehmen, die in verschiedenen Währungen notiert sind. Diese Märkte können volatiler sein und sind oft anfälliger für politische und wirtschaftliche Unsicherheiten. Zudem können Währungsschwankungen einen erheblichen Einfluss auf die Renditen haben.

7.1.1 Benchmark Definition

Die SAA View Listed Equity EM umfasst börsenquotierte Aktiengesellschaften von Schwellenländern. Sie bietet eine breite Diversifikation durch eine Vielzahl von Unternehmen verschiedener Größen aus unterschiedlichen Branchen. Die Anlagesubkategorie Listed Equity EM wird in zwei Regionen unterteilt, EM ohne China und EM China, um die taktische Regionen Steuerung von China gezielter zu ermöglichen. Der aggregierte Benchmark für Listed Equity EM ist der MSCI Emerging Markets Index. Dabei werden Investitionen in Emerging Markets aufgrund der Vielzahl, vor allem kleinerer Währungen, nicht gehedged.

SAA View	Subkategorie	Weight	Benchmark	Ticker
Listed Equity EM	Listed Equity EM Non-China	72%	MSCI Emerging Markets ex China Net Return USD Index	M1CXBRV Index
	Listed Equity EM China	28%	MSCI China All Shares Net Total Return Index	MXCNANM Index

Tabelle 20 Benchmarkdefinition Listed Equity EM, Quelle: ÜSAA2-2023-DRT

7.1.2 Marktstruktur

7.1.2.1 Marktgrösse

Seit 2001 hat der Market-Cap des MSCI Emerging Markets Index ein signifikantes Wachstum erlebt, trotz periodischer Schwankungen aufgrund globaler wirtschaftlicher und politischer Unsicherheiten, insbesondere während der Finanzkrise 2008 und der Corona Krise 2020. Insgesamt spiegelt die Entwicklung ein zunehmendes Anlegerinteresse an Schwellenmärkten wider.

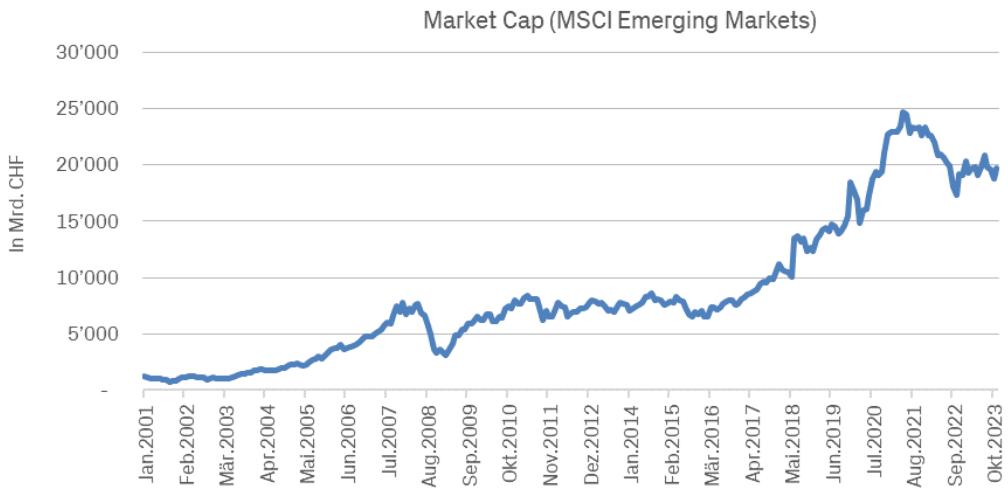


Abbildung 56 Marktkapitalisierung des MSCI Emerging Market Index über die Zeit, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung.

7.1.2.2 Sektoren

Die sektorale Allokation gemäss GICS im MSCI Emerging Markets Index zwischen Dezember 2012 und Ende November 2023, die in der unteren Grafik dargestellt wird, zeigt die dynamische Entwicklung der Sektorgewichtung des Index auf. Die fünf grössten Sektoren - Finanzwesen (22%), Informationstechnologie (21%), zyklische Konsumgüter (13%), Kommunikationsdienstleistungen (9%) und Grundstoffe (8%) - weisen über die Zeit eine interessante Entwicklung auf. Der Finanzsektor startete im Jahr 2012 mit dem höchsten Gewicht von 25%, erlebte im Laufe der Jahre Schwankungen und blieb bis Dezember 2023 ein wesentlicher Bestandteil des Index mit 22%. Die grössten Unternehmen in diesem Sektor sind die ICICI Bank mit 0,93 %, die HDFC Bank mit 0,82 % und die China Construction Bank, ebenfalls mit 0,82%. Der Sektor Informationstechnologie verzeichnete ein deutliches Wachstum von 12% im Jahr 2012 auf 21% im Jahr 2023, was die zunehmende Bedeutung dieser Branche in Schwellenmärkten unterstreicht. Die grössten Unternehmen in diesem Sektor sind Taiwan Semiconductor Manufacturing mit einem Indexgewicht von 6,6% und Samsung Electronics mit 3,85%. Der Bereich der zyklischen Konsumgüter (Consumer Discretionary) stieg ebenfalls an, besonders stark zwischen 2015 und 2020. Die Gewichtung des Energiesektors sank über den betrachteten Zeitraum von 11% auf 5%, was auf eine abnehmende Bedeutung oder eben auf sinkende Öl- und Gaspreise hindeuten könnte. Das Gesundheitswesen verzeichnete einen langsamem, aber stetigen Anstieg von 1% auf 4%, was auf eine wachsende Fokussierung auf Gesundheit und die damit verbundenen Industrien hinweist. Sektoren wie Materialien und Versorgungsunternehmen (Utilities) blieben relativ stabil mit leichten Schwankungen. Der Konsumgütersektor (Consumer Staples) verringerte sich im Laufe der Zeit leicht, was auf Veränderungen im Konsumverhalten oder eine Verlagerung hin zu diskretionären Ausgaben hindeutet.

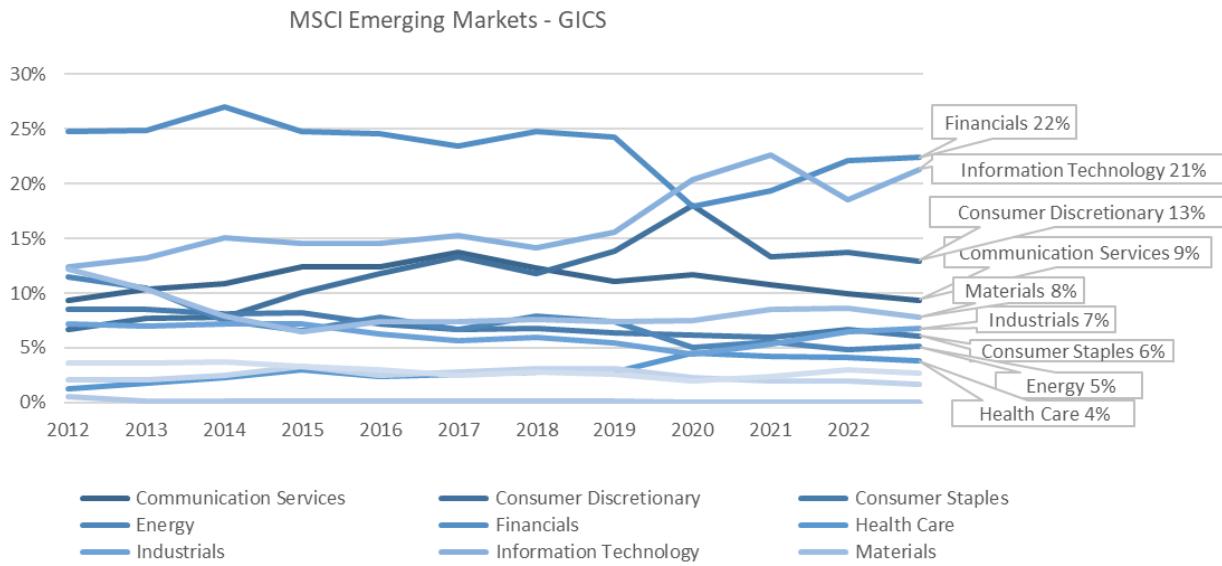


Abbildung 57 GICS Sektorallokationen des MSCI Emerging Market Index über die Zeit, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung.

7.1.2.3 Market-Caps

Die Grafik unten zeigt die Gewichtung von Large-Cap, Mid-Cap und Small-Cap-Aktien im MSCI Emerging Markets Index über den Zeitraum von Ende 2012 bis Anfang Dezember 2023. Die Entwicklung zeigt eine klare Tendenz zu einer stärkeren Konzentration auf Large-Cap-Unternehmen, während der Anteil von Mid und Small-Cap-Unternehmen im Index kontinuierlich abnimmt. Large-Cap: Die Gewichtung von Large-Cap-Aktien stieg stetig von 77% im Jahr 2012 auf 91% im Jahr 2023. Mid-Cap: Mid-Cap-Aktien blieben zunächst mit 14% von 2012 bis 2014 relativ stabil, begannen dann aber zu sinken und erreichten im Jahr 2023 einen Anteil von 9%. Small-Cap: Die Gewichtung von Small-Cap-Aktien nahm über den gesamten Zeitraum deutlich ab, von 10% im Jahr 2012 auf nur noch 0,2% im Jahr 2023.

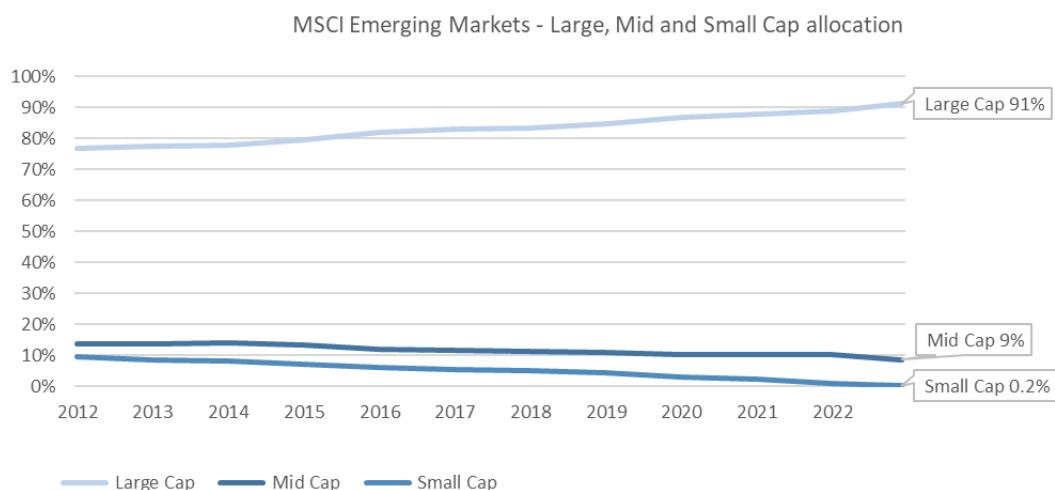


Abbildung 58 Verteilung Large-Caps, Mid-Caps und Small-Caps des MSCI Emerging Market Index über die Zeit, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung.

7.1.2.4 Währungen

Die grafische Darstellung der Währungsallokation über die Zeit, bei der grossen Anzahl an Währungen ist nicht sehr leserlich. Die Grafik unten stellt die Währungsallokation per Ende November 2023 dar. Die grössten Allokationen sind der Hongkong-Dollar mit 20.3%, die indische Rupie mit knapp 17%, der taiwanesische Dollar mit 15.7% und der südkoreanische Won mit 12.3%. Die markantesten Veränderungen über die Zeit sind jedoch beim brasilianischen Real zu beobachten, der über die Jahre hinweg immer weniger Gewicht einnahm – von etwa 12.7% im Jahr 2012 auf 5.7% im Jahr 2023. Der chinesische Renminbi war bis 2018 nicht im Index vertreten und hat seitdem eine signifikante Präsenz aufgebaut, die von 0% auf über 4.56% per November 2023 anstieg. Die indische Rupie zeigt einen stetigen und deutlichen Aufwärtstrend, der von etwa 6.66% im Jahr 2012 auf 16.96% im Jahr 2023 gewachsen ist. Der taiwanesische Dollar erhöhte sich von 10.7% im Jahr 2012 auf einen Höhepunkt von 16.1% im Jahr 2023, was auf die stark wachsende wirtschaftliche Bedeutung Taiwans zeigt. Der russische Rubel hat im Jahr 2022 eine signifikante Abnahme erlebt, die Sanktionen führten schliesslich zur Eliminierung seiner Gewichtung. Der südafrikanische Cent zeigte einen allmählichen Rückgang von 7.5% im Jahr 2012 auf rund 3% Ende November 2023. Die US-Dollar-Allokation stieg während eines bestimmten Zeitraums stark an, insbesondere im Jahr 2017, fiel dann aber wieder auf etwa 2.8% im Jahr 2023 zurück. Die grössten Unternehmen in USD sind PDD Holding mit 1.25% der Index Gewichtung, YUM China Holdings 0.25% und NIO INC mit ebenfalls knapp 0.25%.

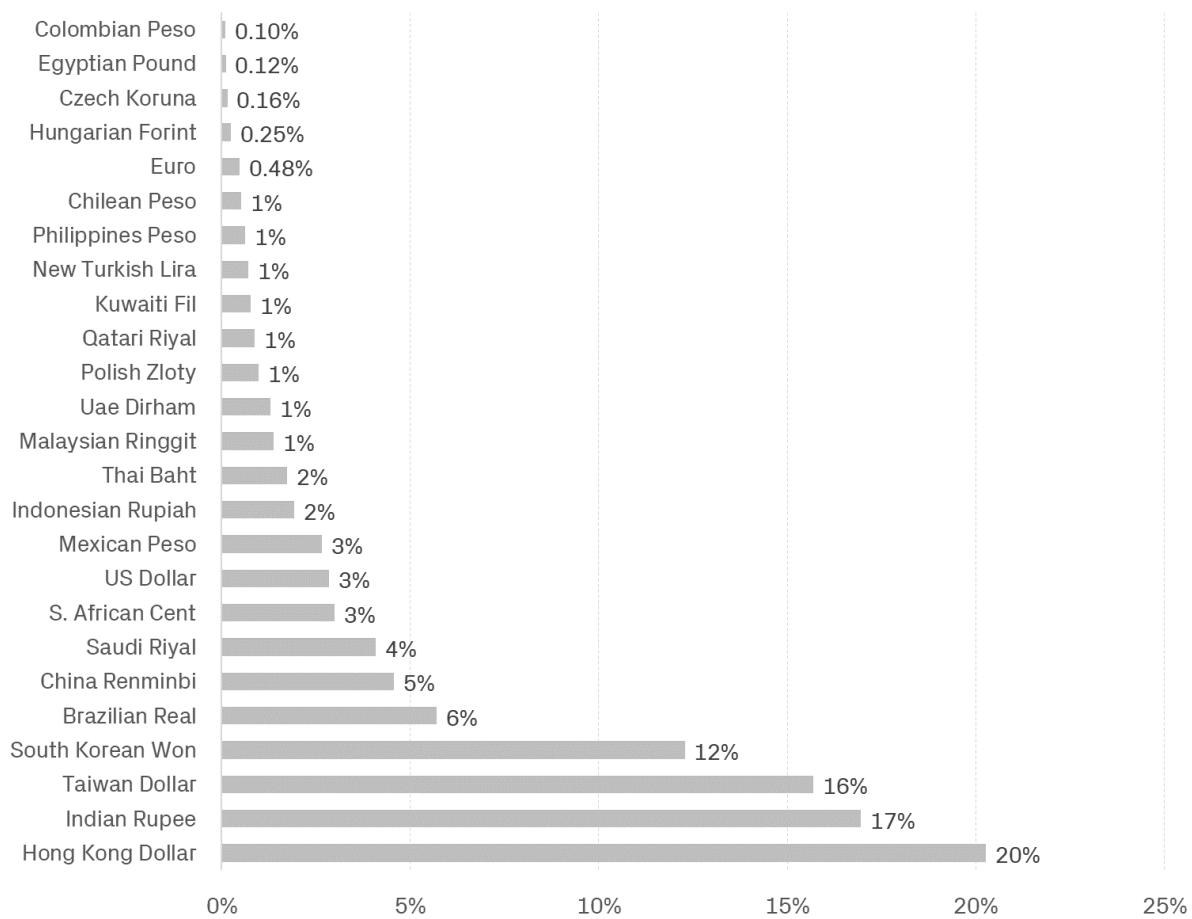


Abbildung 59 Währungsallokation des MSCI Emerging Market Index, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung, per 30.12.2023.

7.1.2.5 Regionen

Die Grafik zeigt die regionale Allokation im MSCI Emerging Markets über die Zeit. Der grösste Anteil des Index, 61%, entfällt auf die Region Asien-Pazifik. Hierbei stellt China mit 27.4%, Taiwan mit 15.53% und Südkorea mit 12.3% die grössten Anteile am Gesamtindex. Zentralasien macht 17% des Index aus, wobei Indien als das bei weitem grösste Land dieser Region 16.96% einnimmt und somit die regionale Gewichtung massgeblich bestimmt. Pakistan, ebenfalls Teil dieser Region, trägt weniger als 0.02% zum Index bei. Afrika/Naher Osten machen 10% der regionalen Allokation aus, angeführt von Saudi-Arabien mit 4.1%, Südafrika mit 2.8% und den Vereinigten Arabischen Emiraten mit 1.3%. Die übrigen Regionen und deren Länderallokation fallen vergleichsweise gering aus.

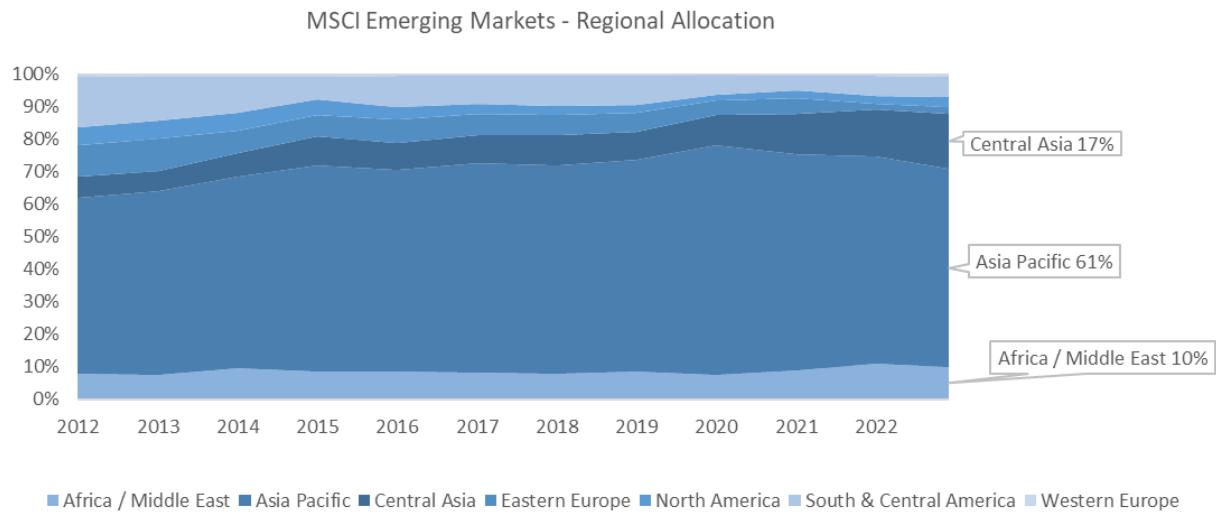


Abbildung 60 Regionen Allokation des MSCI Emerging Market Index über die Zeit, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung.

Der Anteil Chinas am Index ist über die längere Vergangenheit kontinuierlich angestiegen. Mit der Aufnahme zusätzlicher Aktien aus dem chinesischen Festland (A-Shares) hat MSCI der zunehmenden Wichtigkeit Chinas in den letzten Jahren Rechnung getragen. Seit dem Höchststand Ende 2020 ist das Gewicht infolge der schlechten relativen Performance trotz diesen Anpassungen deutlich zurückgekommen.



Abbildung 61 Anteil Chinas am MSCI EM

7.1.2.6 Top 10

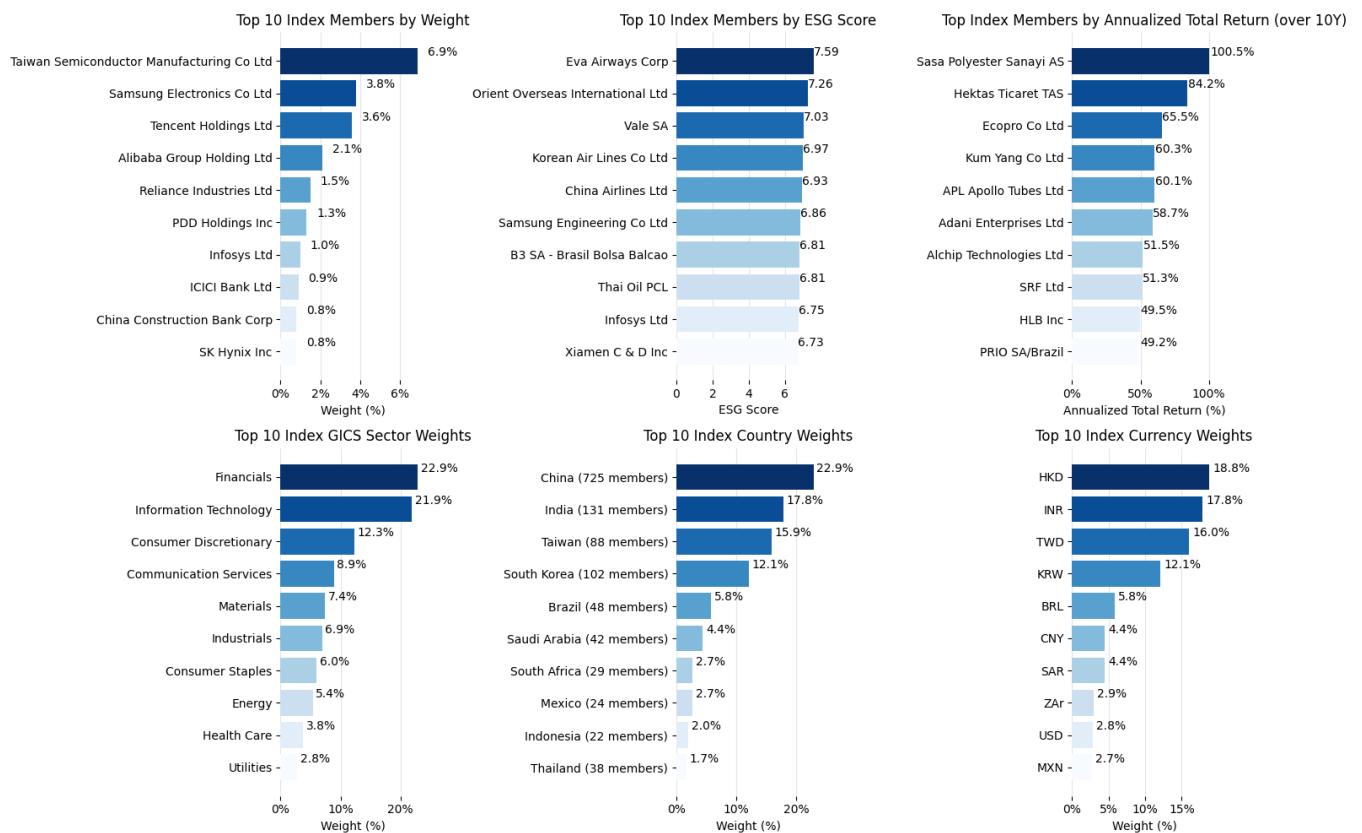


Abbildung 62 Top 10 Index Eigenschaften und Index Member sowie Index Member Eigenschaften, Quelle: Bloomberg per 18.01.2024, eigene Darstellung.

7.1.3 Renditeerwartungen

Risk/Return Assumptions (ALM Officer)

	Expected Return p.a.	Volatility p.a.
Listed Equity EM	5.15% (local currency unhedged)	21%

Tabelle 21 Risk/Return Assumptions Listed Equity EM, Quelle: PPCMetrics, 31.12.2023

Capital Market Assumptions PKCSG

	Expected Return	Volatility
Listed Equity EM	6.3%	17.7%

Tabelle 22 Risk/Return Assumptions Listed Equity EM, Quelle: PKCSG, 31.10.2023

7.2 Strategie

7.2.1 Ziele

Dieses Kapitel beschreibt die Ziele und Erwartungen der PKCSG an ihre Anlage in Listed Equity EM. Diese werden primär von den Charakteristiken abgeleitet und in diesem Kapitel operationalisiert, so dass sie konkret gemessen werden können.

Return	Passiv: Erreichen der Benchmarkrendite.. Aktiv: Erzielen einer Überperformance von 1.0% p.a. über einen Zeitraum von 5 Jahren.
Market Volatility	Die Strategie soll ein sehr ähnliches Risikoprofil aufweisen wie die Subkategorie Benchmark.
Tail Risk	Es soll auf eine angemessene Diversifikation geachtet werden, so dass das Einzeltitelrisiko das Risikoprofil der Subkategorie nicht massgeblich beeinflusst (systemisches Risiko statt idiosynkratisches Risiko).
Liquidity	Die Erwartung ist, dass die Liquidität ausreichend hoch ist für regelmässiges Rebalancing und für taktische Anpassungen im Rahmen der strategischen Bandbreiten.
Sensitivity to Business Cycle	Die Strategie kann vom Verhalten der Benchmark abweichen.
Interest Rate Sensitivity	Die Strategie kann vom Verhalten der Benchmark abweichen.
Implementation Complexity	Die Komplexität soll tief sein.
Market Size:	Die Marktgrösse wird über das Anlageuniversum bzw. die Benchmarkzusammensetzung sowie den Anspruch auf eine ausreichende Liquidität definiert.

Tabelle 23 Ziele Listed Equity EM, Quelle: JPKA

7.2.2 Allokation und Constraints

Universum	Es dürfen nur Aktien aus dem Benchmarkuniversum eingesetzt werden. Ausnahmen sind Aktien, die erwartungsgemäss innerhalb von 6 Monaten in den Index kommen. Definition gemäss MSCI, Off-Benchmark Positionen bis 15% sind zulässig.
Tracking Error	Der Tracking Error muss im Rahmen des von der Investment Planning, Treasury and Risk Group definierten Selektionsbudgets liegen.
Sektoren	Es gelten keine speziellen Bandbreiten, sofern der Tracking Error eingehalten wird.

Tabelle 24 Allokation und Constraints Listed Equity EM, Quelle: JPKA

7.2.3 Implementation

Angesichts der relativ tiefen Abdeckung durch Analysten, der dynamischen Entwicklung der Region sowie der allgemein anerkannten Möglichkeit im Bereich Listed Equity durch aktive Selektion einen Mehrwert zu erzielen wird eine aktive Umsetzung bevorzugt.

Die Umsetzung kann als reiner Core oder Core-Satellite Ansatz erfolgen.

7.2.4 Strategische Erfolgskontrolle

Der Erfolg der Strategie wird in Zukunft regelmässig mit dem CIO und IC besprochen werden. Dazu muss eine Analyse entwickelt werden, welche mindestens folgende Elemente enthält:

1. Rendite der Strategie und der einzelnen Portfolios
2. Relevante Benchmarks
3. Relevante Peer-Group Investoren (falls möglich)
4. Relevante Peer-Group Funds
5. Würdigung des verantwortlichen Portfolio Managers

8 Private Equity

Obwohl Private Equity, gleich wie öffentlich gehandelte Aktien, in das Eigenkapital von Firmen investiert, unterscheiden sich Märkte, Akteure, Investitionsstile und -Ansätze stark. Dieses Kapitel beschreibt die Anlageklasse Private Equity zum jetzigen Zeitpunkt rein deskriptiv, da die Strategie noch in Entwicklung ist, sie wird in einer späteren Version dieses Dokuments ergänzt.

8.1 Beschreibung der Anlageklasse

Der Fokus der Anlageklasse Private Equity sind Anlagen in Private Equity Fonds. Direktanlagen in nicht börsenquotierte Firmen werden nicht als Teil der Anlageklasse betrachtet.

Wie bereits im Kapitel zum Anlageuniversum verdeutlicht, ist die Intransparenz der Privatmärkte der Kernunterschied zu den öffentlichen Kapitalmärkten.

8.1.1 Benchmark Definition

Da PPCMetrics bei der Risiko-Modellierung der SAA-Anlageklassen eine starke Präferenz für liquide Indizes hat, kommt auch bei Private Equity ein solcher zum Einsatz:

MSCI World Net TR (Hedged, CHF) + 1.5%

Die Pensionskasse drückt mit der Wahl dieser Benchmark folgendes strategisches Verständnis aus:

1. Private Equity weist langfristig eine hohe Korrelation mit dem globalen Aktienmarkt aus
2. Es wird eine Überrendite von 150bp pro Jahr gegenüber den öffentlichen Aktienmärkten erwartet

Da die Privatmärkte jedoch sehr träge sind und im Gegensatz zu den öffentlichen Märkten nicht auf jeden Impuls sofort reagieren, ist die Verwendung der Benchmark insb. bezüglich dem Beobachtungshorizont viel Sorge zu tragen. Es macht keinen Sinn die Strategie monatlich oder jährlich ihrer strategischen Benchmark gegenüberzustellen. Anstelle dessen muss das Beobachtungsfenster auf mehrere Jahre verlängert werden.

Der Beurteilungshorizont der Subkategorie Private Equity gegenüber seiner Benchmark beträgt rollierend fünf Jahre.

Als alleiniges Beurteilungskriterium ist die Benchmark nicht geeignet, dafür müssen weitere Kriterien in Form einer Scorecard entwickelt werden, die insb. auch Peer-Vergleiche gegenüber relevanten Schweizer Pensionskassen und ähnlichen Investoren beinhaltet. Das Thema Ziele und Beurteilung der Strategie wird in einem späteren Zeitpunkt aufgenommen.

8.1.2 Marktgrösse, -Struktur und -Entwicklung

Aus den bereits besprochenen Gründen der Intransparenz gibt es bezüglich der Grösse des Anlageuniversums Private Equity keine perfekte Antwort. Es gibt keine Garantie, dass alle Fonds berücksichtigt werden. Stattdessen kommen

soweit möglich die Analysen aus einem konsistenten Datensatz eines führenden Anbieters, Preqin, zum Einsatz. Leider strukturiert Preqin die Anlageklassen leicht anders: Private Equity beinhaltet gemäss Preqin primär Growth Equity und Buy Out, nebst Fund-of-Funds und Secondaries. Venture Capital wird als eigene, unabhängige, Anlageklasse geführt. Um nichts zu verfälschen, werden die Daten in diesem Konzept wie bei Preqin üblich separat belassen dargestellt.

8.1.2.1 Assets under Management

Bezüglich Marktgrösse stellt AUM (Asset Under Management) die zentrale Grösse dar.

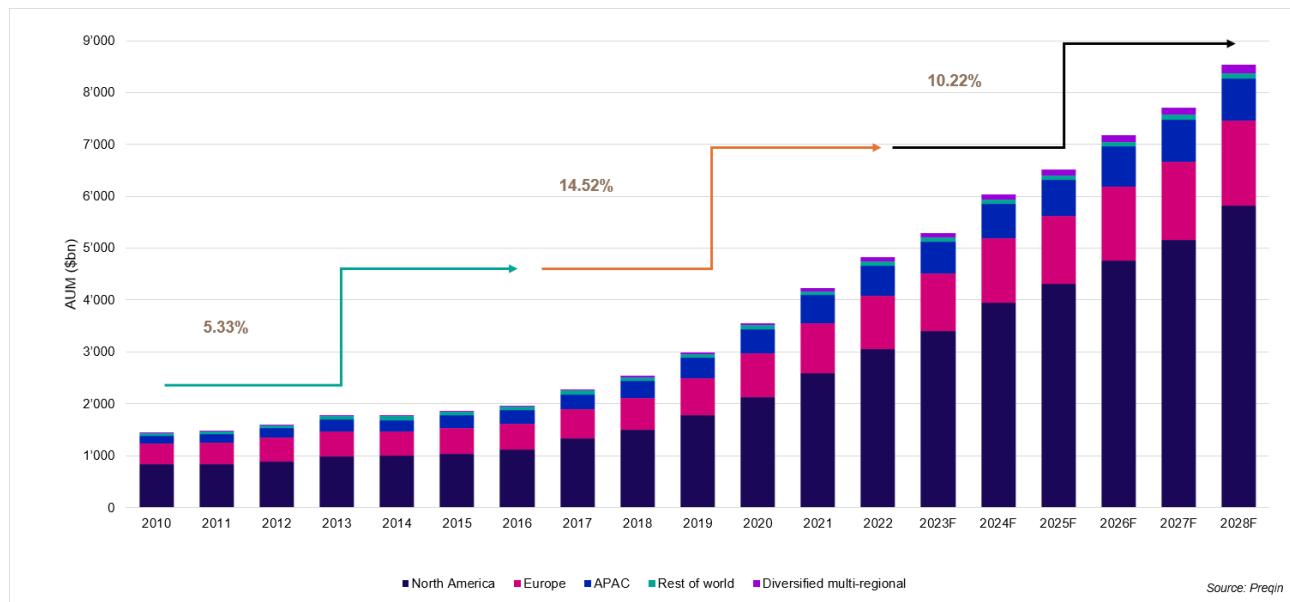


Abbildung 63 Private Equity ohne VC AUMs über Zeit, Quelle: Preqin, PE-Report 2024

Per 2022 verzeichnet Preqin rund 4'800b USD investiert in Private Equity. Regional dominant sind Nordamerika und Europa. Die annualisierten Wachstumsraten zwischen 2010 und 2016 waren ca. 5%, bevor sich das annualisierte Wachstum zwischen 2016 bis 2021 stark beschleunigt hat und mit ca. 14% zu Buch geschlagen hat.

Die Zahlen für 2023 sind noch nicht verfügbar (Prognose), gehen von einem leicht schwächeren Wachstum von ca. 10% aus bis 2028.

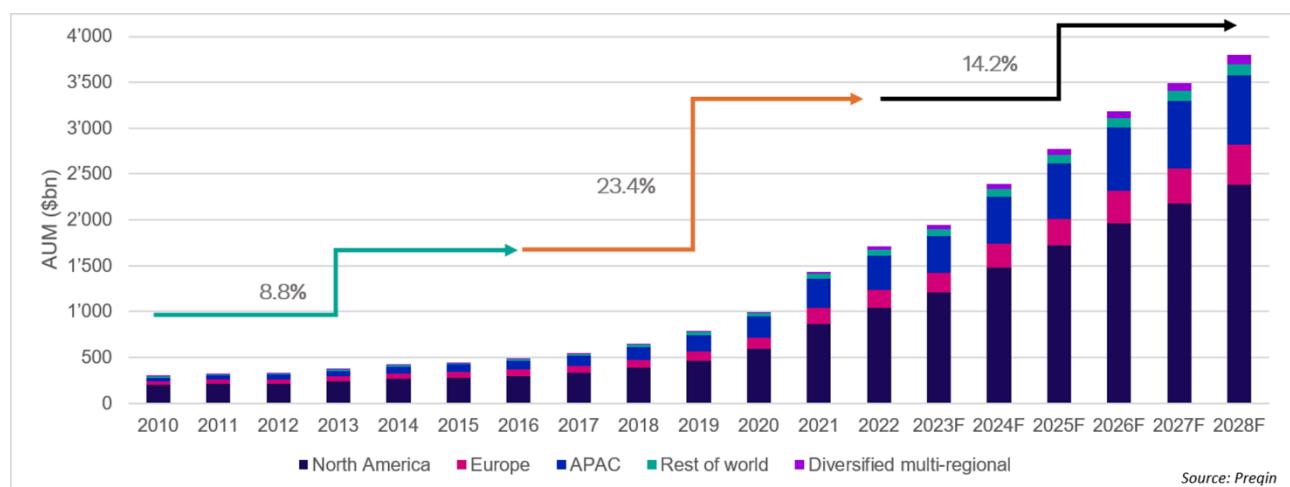


Abbildung 64 VC AUMs über Zeit, Quelle: Preqin, VC-Report 2024

Nach einer sehr starken Wachstumsperiode zwischen 2016 und 2022 geht die Prognose von etwas langsamerem Wachstum zwischen 2022 und 2028 aus.

8.1.2.2 Dry Powder

Die zweite wichtige Kennzahl bezieht sich auf die Grösse der verfügbaren freien Mittel von Private Equity Fonds, genannt «dry powder».

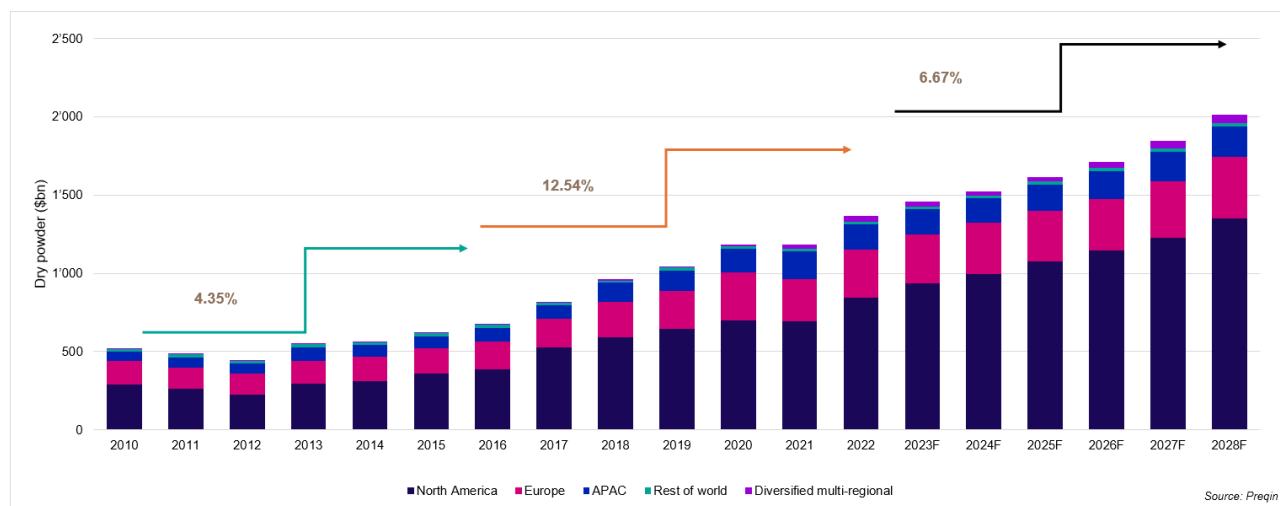


Abbildung 65 Private Equity Dry Powder über Zeit, Quelle: Preqin, PE-Report 2024

Mit rund 1'300b USD per 2022 ebenfalls wachsend, jedoch auf tieferem Niveau als die AUMs.

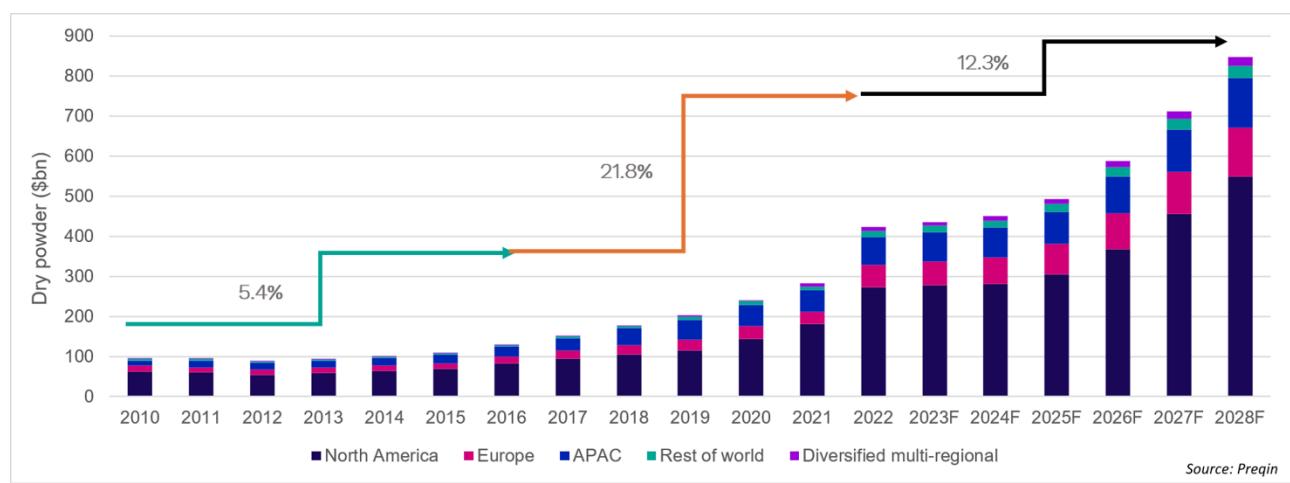


Abbildung 66 VC Dry Powder über Zeit, Quelle: Preqin, PE-Report 2024

Dasselbe Bild bezüglich den Boomjahren 2016-2022 zeigt sich auch im Wachstum des Dry Powders.

8.1.3 Renditeerwartungen

Risk/Return Assumptions (ALM Officer)

	Expected Return	Volatility
Private Equity (hedged)	6.25%	25%

Tabelle 25 Risk/Return Assumptions Private Equity (hedged), Quelle: PPCMetrics, 31.12.2023

Capital Market Assumptions PKCSG

	Expected Return	Volatility
Private Equity (hedged)	6.35%	17.5%

Tabelle 26 Risk/Return Assumptions Private Equity (hedged), Quelle: JPKA, 03.02.2022