


From Capital to Cash

CUREM *horizonte 2017*



Von den Früchten (Erträgen, Zinsen) leben ...





For optimal portfolio management, members of Defined Contribution Plan should focus on maximising ... **retirement income, not wealth**, as in traditional investment approaches.

Robert C. Merton, The Crisis in Retirement Planning, 2014



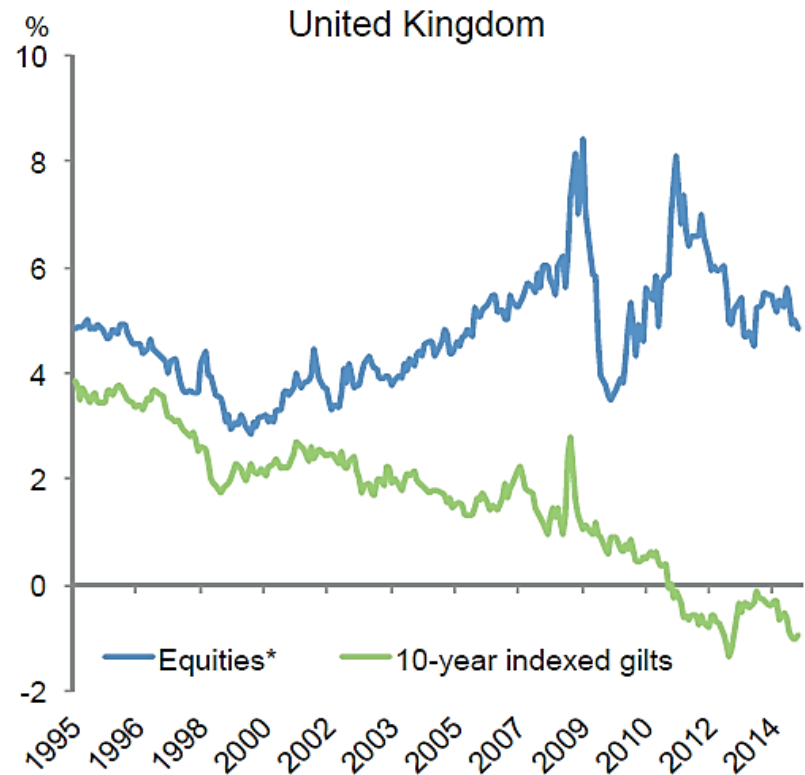
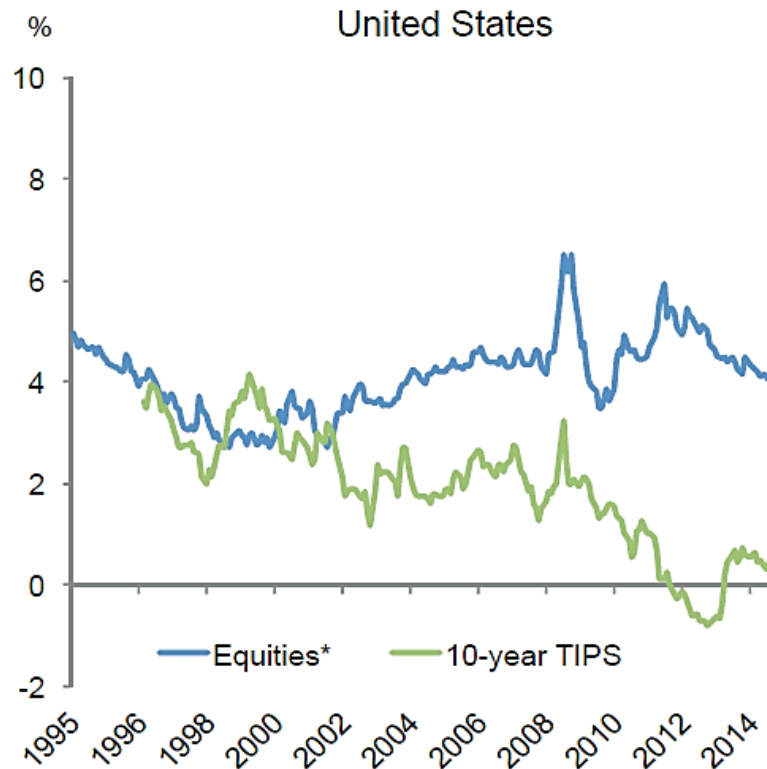
2017: From Capital to Cash

For optimal portfolio management, members of Defined Contribution Plan should focus on maximising ... **retirement income, not wealth**, as in traditional investment approaches.

Robert C. Merton, The Crisis in Retirement Planning, 2014

Low for Long: Einkommensentwicklung aus Equity und Debt

Safe sovereign and equity yields



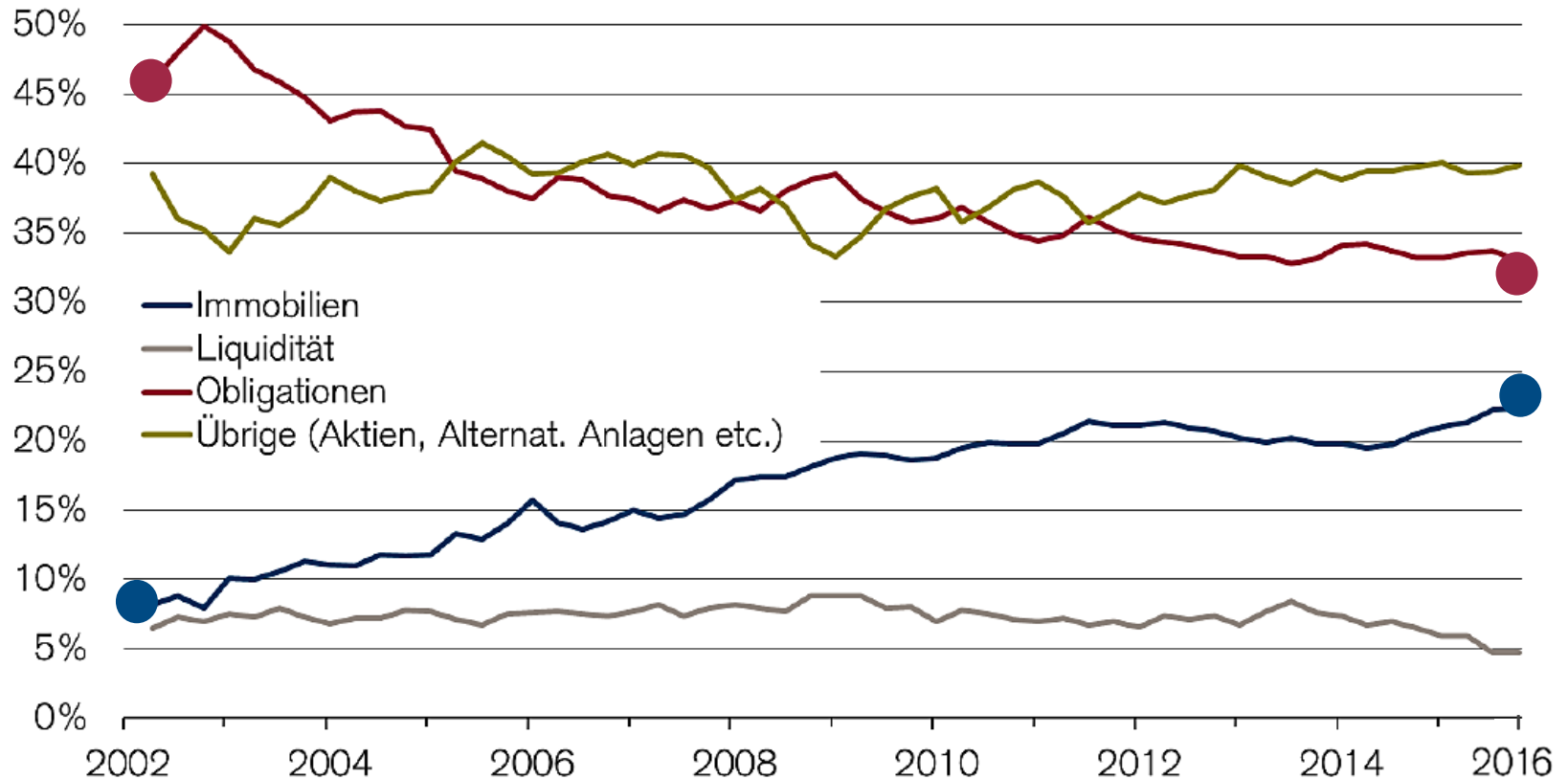
Note: *Leverage-adjusted inverted price-earnings ratio.

Source: Bank of England, following Broadbent (2014).

Quelle: Geneva Reports on the World Economy 17, 2015

Immobilien "ersetzen" Obligationen???

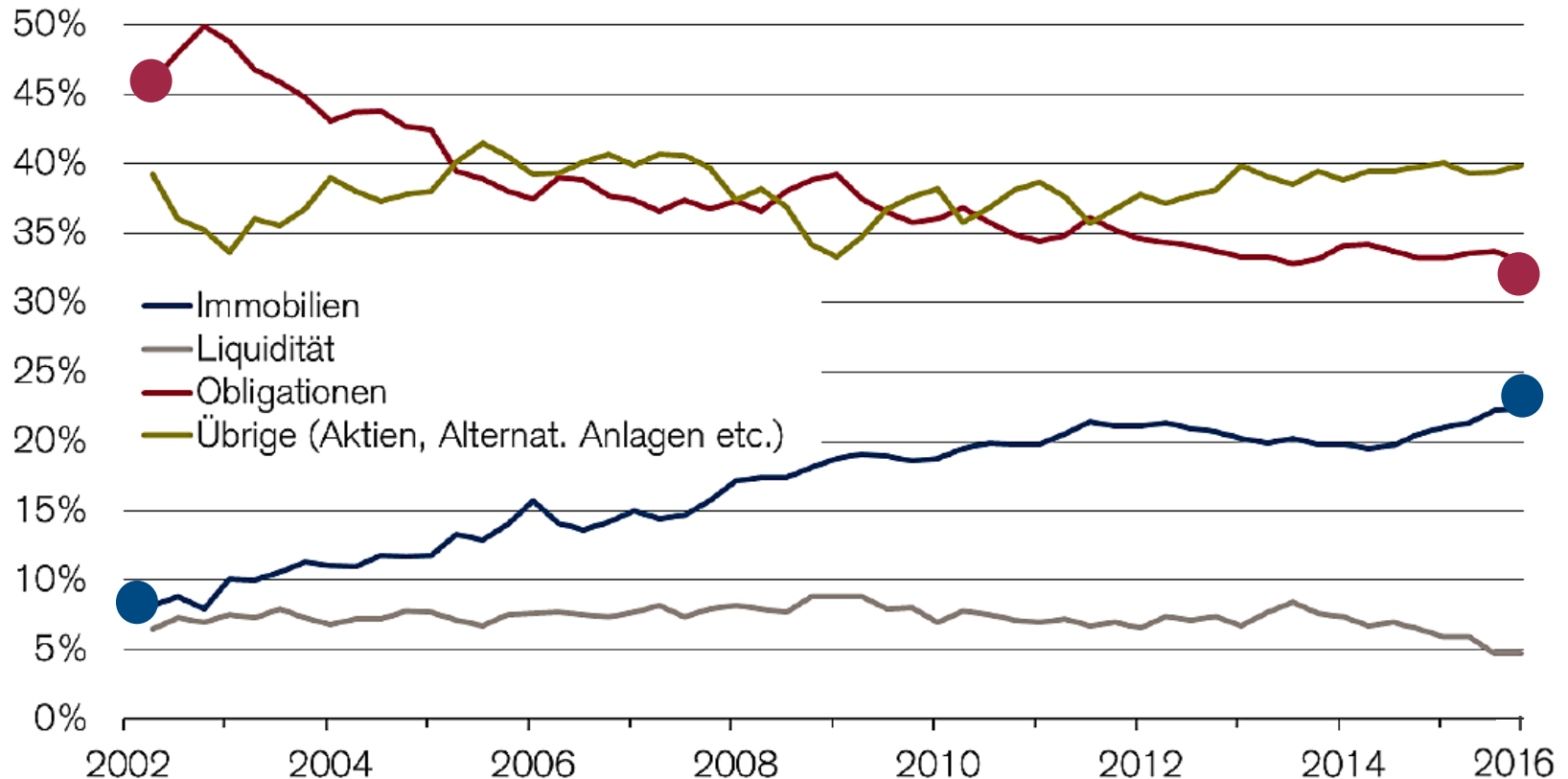
Anlageallokation von Schweizer PKs in % am Total



Quelle: Pensionskassenindex der Credit Suisse, letzter Datenpunkt: 4. Quartal 2016

Immobilien "ersetzen" Obligationen???

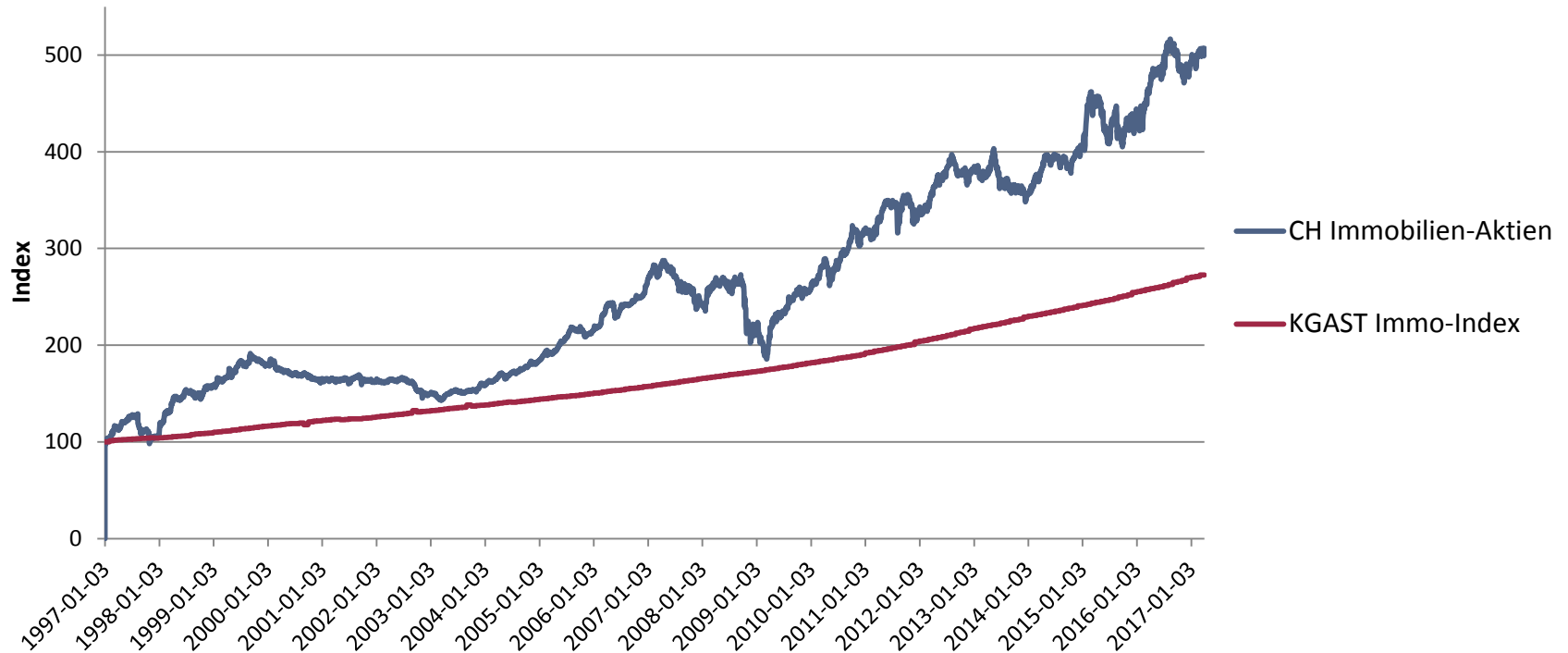
Anlageallokation von Schweizer PKs in % am Total



Quelle: Pensionskassenindex der Credit Suisse, letzter Datenpunkt: 4. Quartal 2016

→ Umschichtung in illiquide Assets

Going illiquid: Realisierungs- statt Wertschwankungsrisiken?



Ebene	Risiko	"Public" (kотиert)	"Private" (nicht kотиert)
Cashflow (CF)	CF Schwankungen	tief	tief
Marktwert (= diskontierte CF)	Marktwert-Schwankungen	hoch	tief
Preis (= realisierte Marktwerte)	Realisierungs-Risiko	tief	hoch



Agenda

Marktwert, das Mass aller Dinge?

Prof. Dr. Thorsten Hens, Institut für Banking und Finance, Universität Zürich

Ansatzmöglichkeiten zur getrennten Betrachtung von Capital und Cash Income im Asset Liability Management

Dr. Claudia Emele, ORTEC Finance

Alles nur Theorie? Die Sicht der Pensionskassen

Dr. Stefan Beiner, Pensionskasse PUBLICA

Kurze Pause (5')

Alles nur Theorie? Die Sicht der Versicherungen

Michael Christen, Zurich Insurance Group, Strategic Asset Allocation

Abwendung vom Marktwert – ein Sündenfall im Accounting und der Regulierung?

Prof. Dr. Peter Leibfried, Universität St. Gallen

Risiko und Regulierung bei Pensionskassen

André Tapernoux, Mercer

Verleihung CUREM*forschungspreis*

Jürg Stöckli, SBB Immobilien

ca. 19.30 Uhr Apéro riche



Die Präsentationen und Videos finden Sie ab dem 11. Mai 2017 auf:

www.curem.uzh.ch

Marktwert, das Mass aller Dinge?

Prof. Dr. Thorsten Hens

- Professor für Finanzmarktökonomik am Institut für Banking und Finance der Universität Zürich
- Präsident des Leitenden Ausschusses des MAS Real Estate
- Befassung in Forschung und Lehre mit den Gebieten Evolutionäre Finanzmarktforschung, Verhaltensökonomie und Vermögensverwaltung
- Tätig als Berater für Banken und Pensionskassen





Der Marktwert -- das Mass aller Dinge?

Die Sicht der Finanzökonomie

Prof. Dr. Thorsten Hens, CUREM Horizonte 2017





1. Effizienzmarkthypothese

2. Marktineffizienzhypothese

3. Real Estate Märkte

4. Schlussfolgerung

Antizipationsprinzip

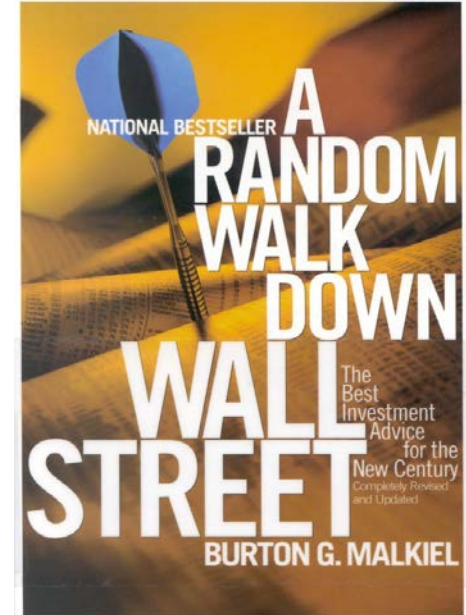
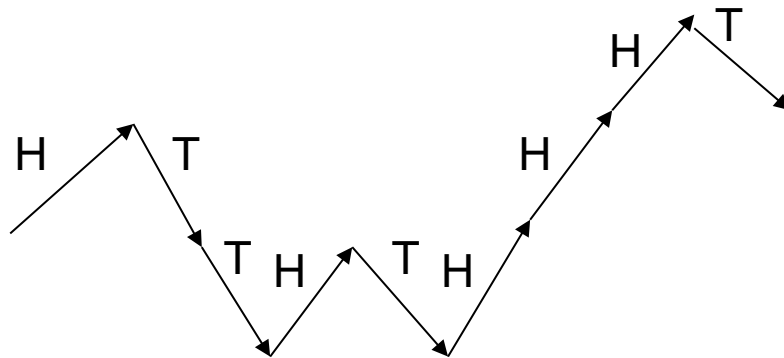
„Wenn eine wesentliche Gruppe von Käufern den Preis als zu niedrig wahrnimmt, würde Ihr Kauf die Preise in die Höhe steigen lassen. Das Gegenteil wäre bei Verkäufern der Fall... Die einzigen Preisänderungen, die auftreten würden, sind diejenigen, die aus neuen Informationen resultieren. Da es keinen Grund gibt zu erwarten, dass Information nicht zufällig auftreten, sollten die Preisänderungen einer Aktie von Periode zu Periode zufällig schwanken und statistisch unabhängig voneinander sein.

Cootner (1964): *Der
Zufallscharakter von Aktien
Preisen,*
MIT-press



Effizienzmarkthypothese (EMH)

Preise von zufällig schwankenden Aktien verhalten sich wie Münzwürfe.



Fama (1970) „**Niemand kann den Markt besiegen!**“

Das bedeutet, dass keine Über-rendite aufgrund von Preisen, öffentlichen Informationen oder privat zugänglichen Informationen generiert werden kann.



1. Effizienzmarkthypothese

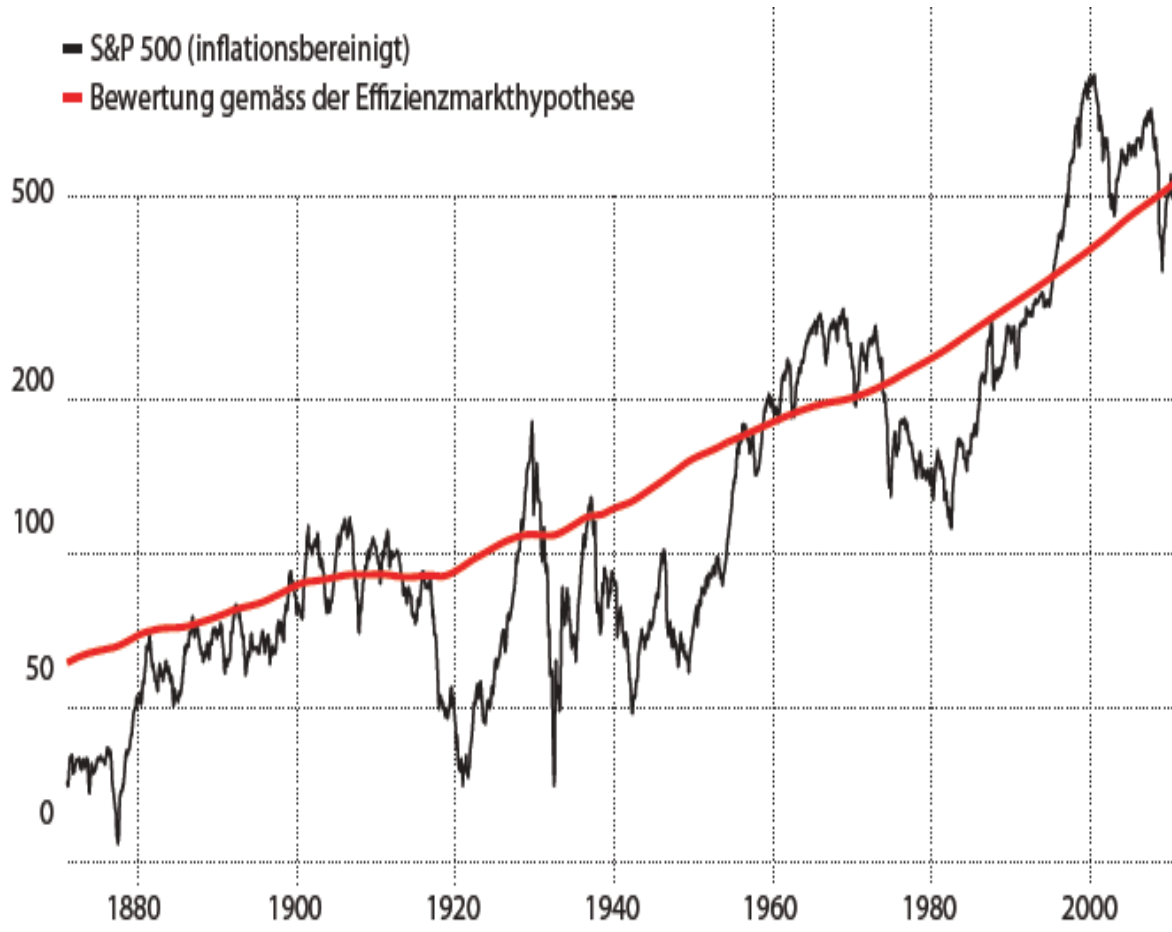
2. Marktineffizienzhypothese

3. Real Estate Märkte

4. Schlussfolgerung



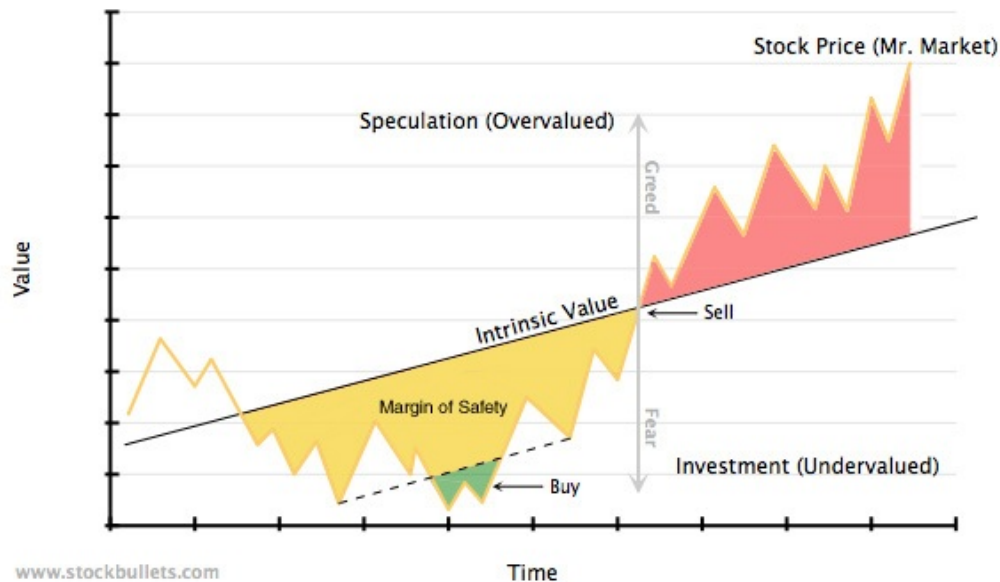
Excess Volatility



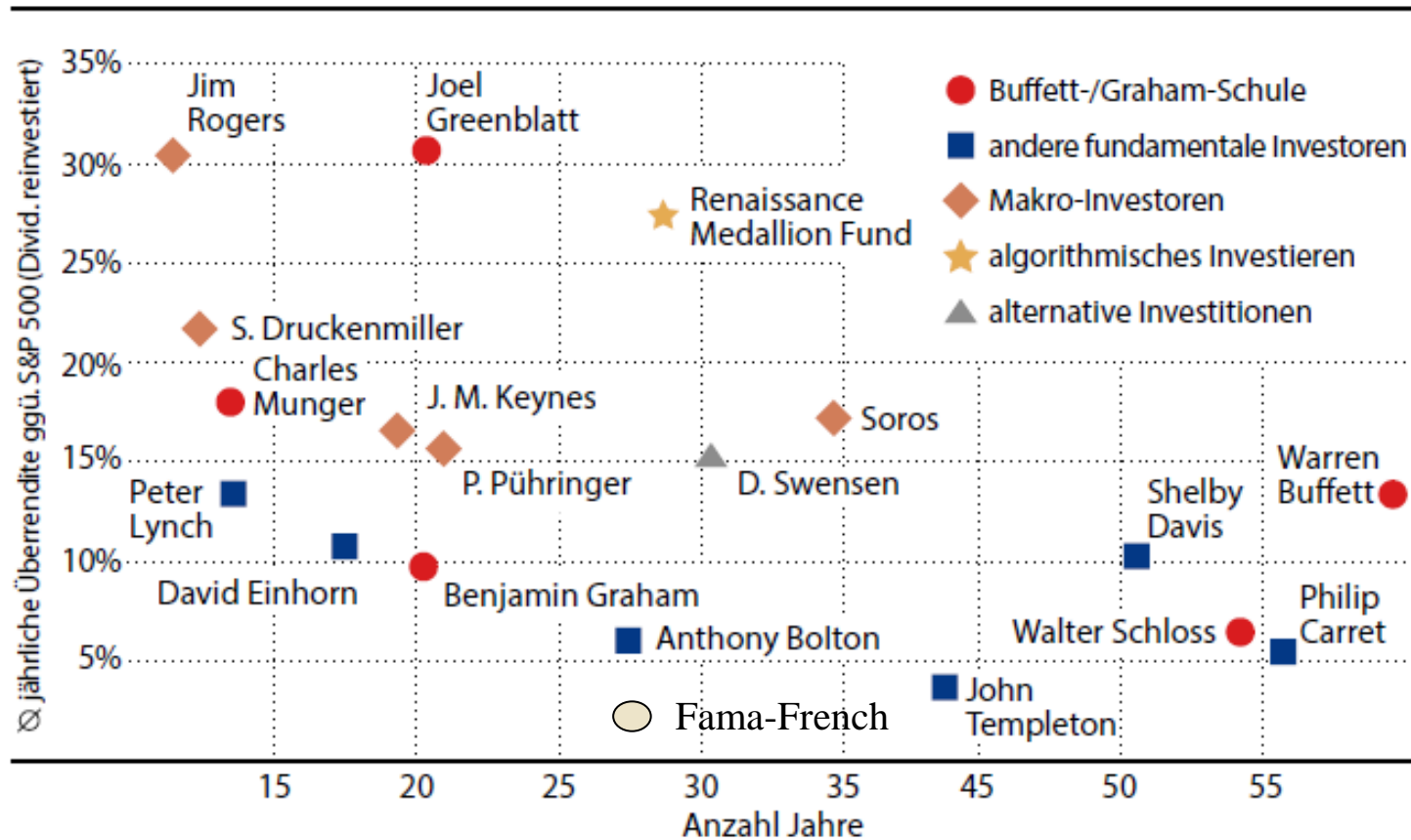
Quelle: Robert Shiller / Grafik: FuW, br

Value Investing


- Hauptgedanke: Preis \neq Wert
- Indikatoren
 - Dividendenrendite
 - Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)
 - Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV)
 - etc.
- Sicherheitsmarge



Grossartige Investoren -- «Nobody can beat the market?»



Quelle: gurufocus, Th. Hens / Grafik: FuW,br

- 
1. Effizienzmarkthypothese
 2. Marktineffizienzhypothese
 - 3. Real Estate Märkte**
 4. Schlussfolgerung

Real Estate - USA

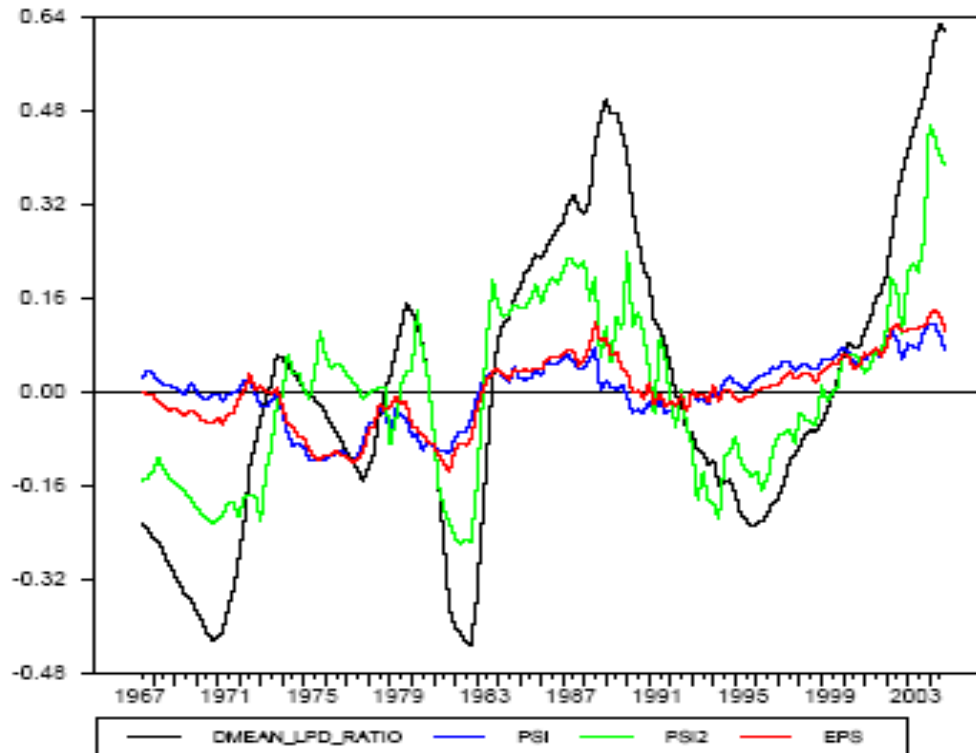
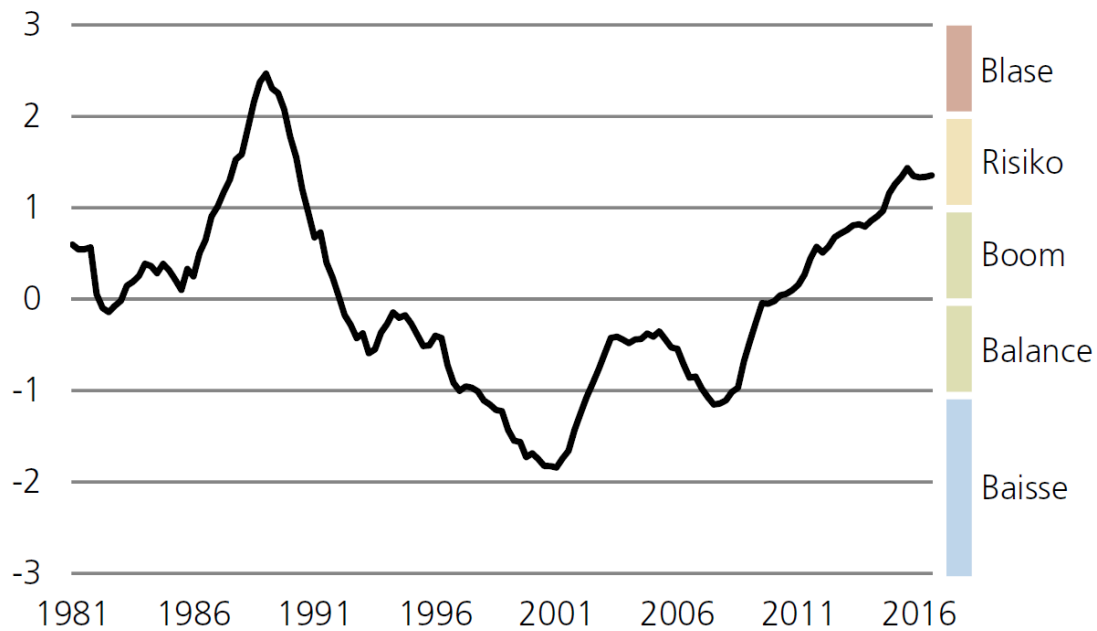


Figure 4: Price-rent ratio and mispricing measures

Brunnermeier Juliard (2006)

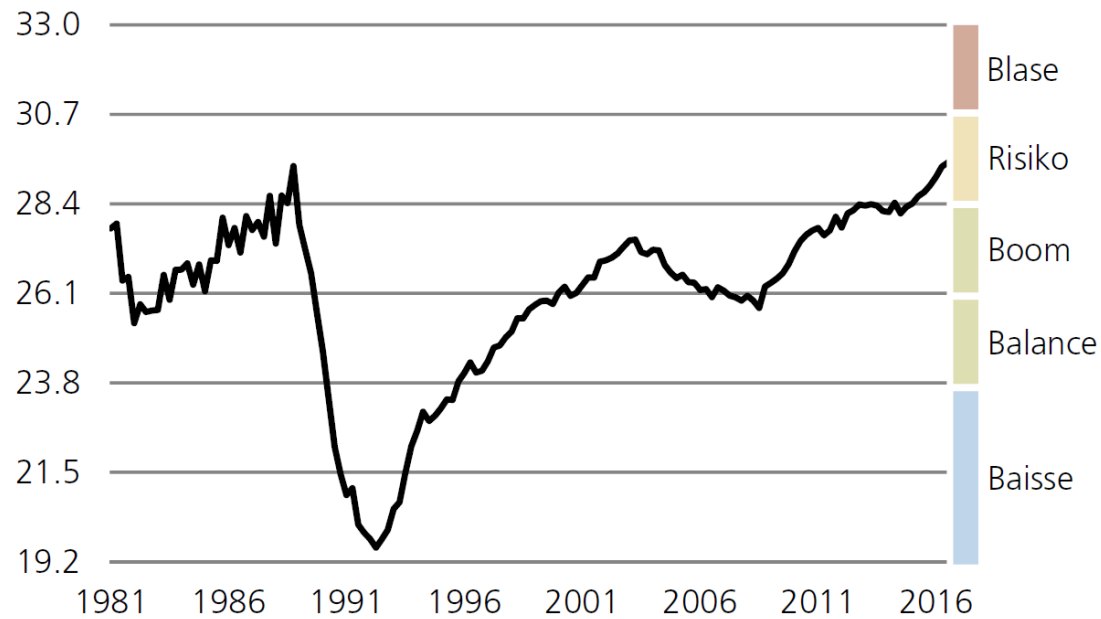
Real Estate – Schweiz

UBS Swiss Real Estate Bubble Index



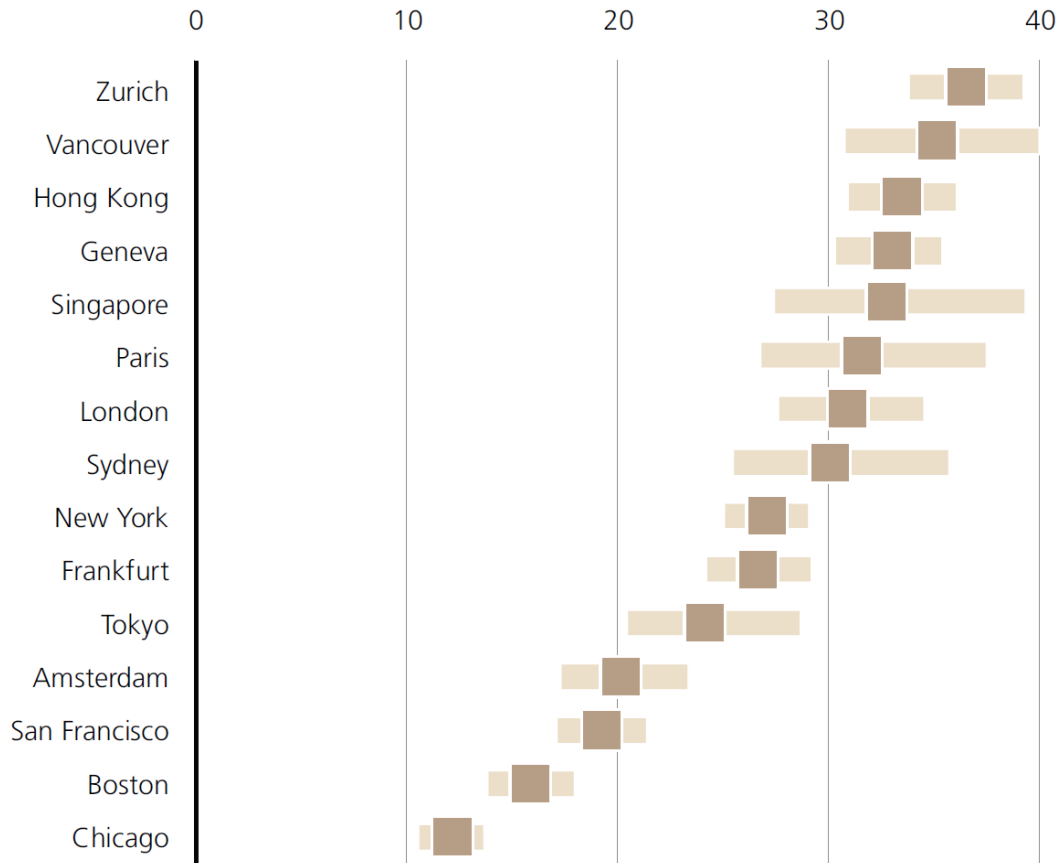
UBS Real Estate Bubble Index

Eigenheimpreise zu Jahresmieten Niveau



UBS Real Estate Bubble Index - International

Price-to-rent



Schlussfolgerung

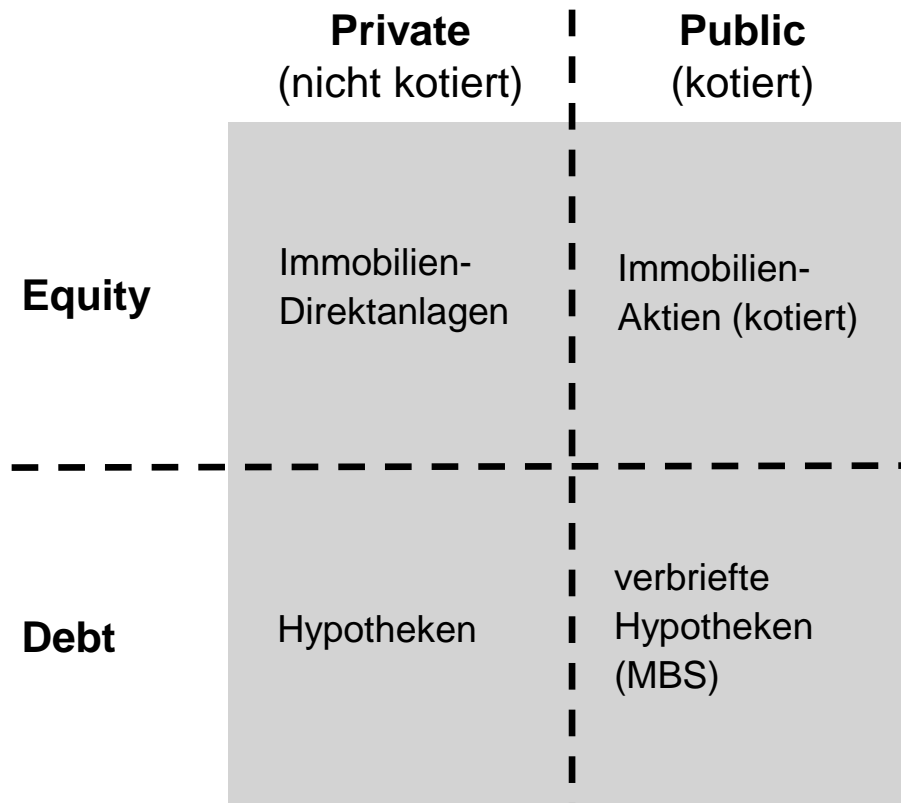
1. Wer glaubt, Märkte seien effizient, verschliesst die Augen vor der Realität.
2. Die Effizienzmarkthypothese ist dennoch sehr beliebt, da sie eine gute Ausrede für schlechte Asset Manager ist.
3. Der Marktpreis schwankt um den wahren Wert herum – Excess Volatility.
4. Schon mit einfachen Kennzahlen wie Dividendenrendite oder Mietrendite kann man beachtliche Überrenditen erwirtschaften.



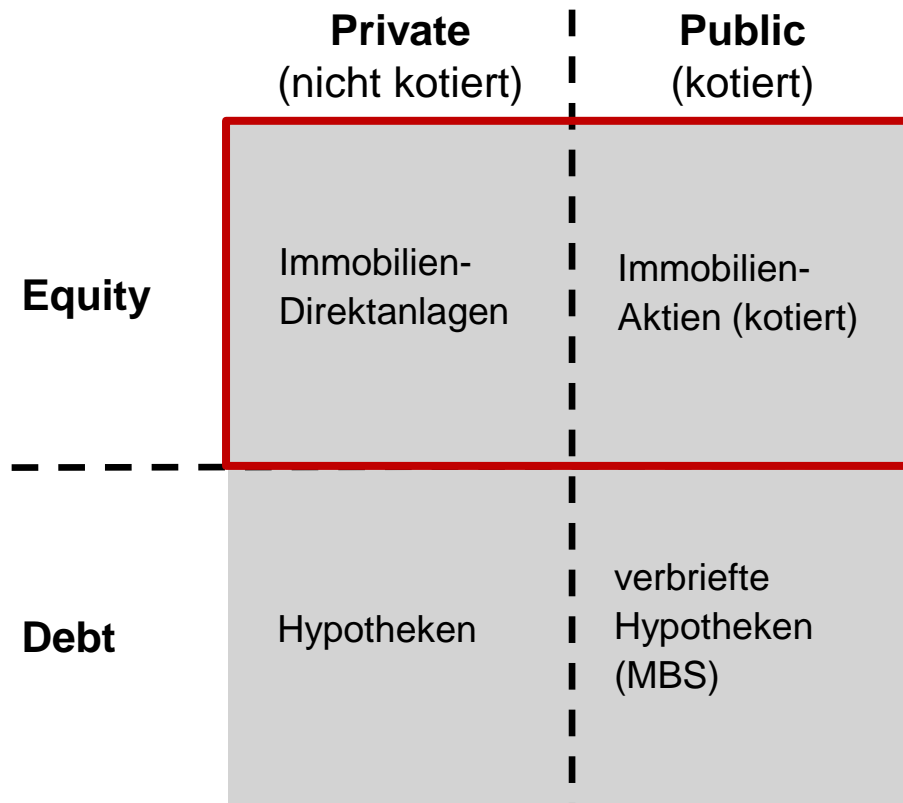
Warren Buffett:

“Wenn Märkte effizient wären, wäre ich ein Bettler mit einem Papbecher in der Hand.”.

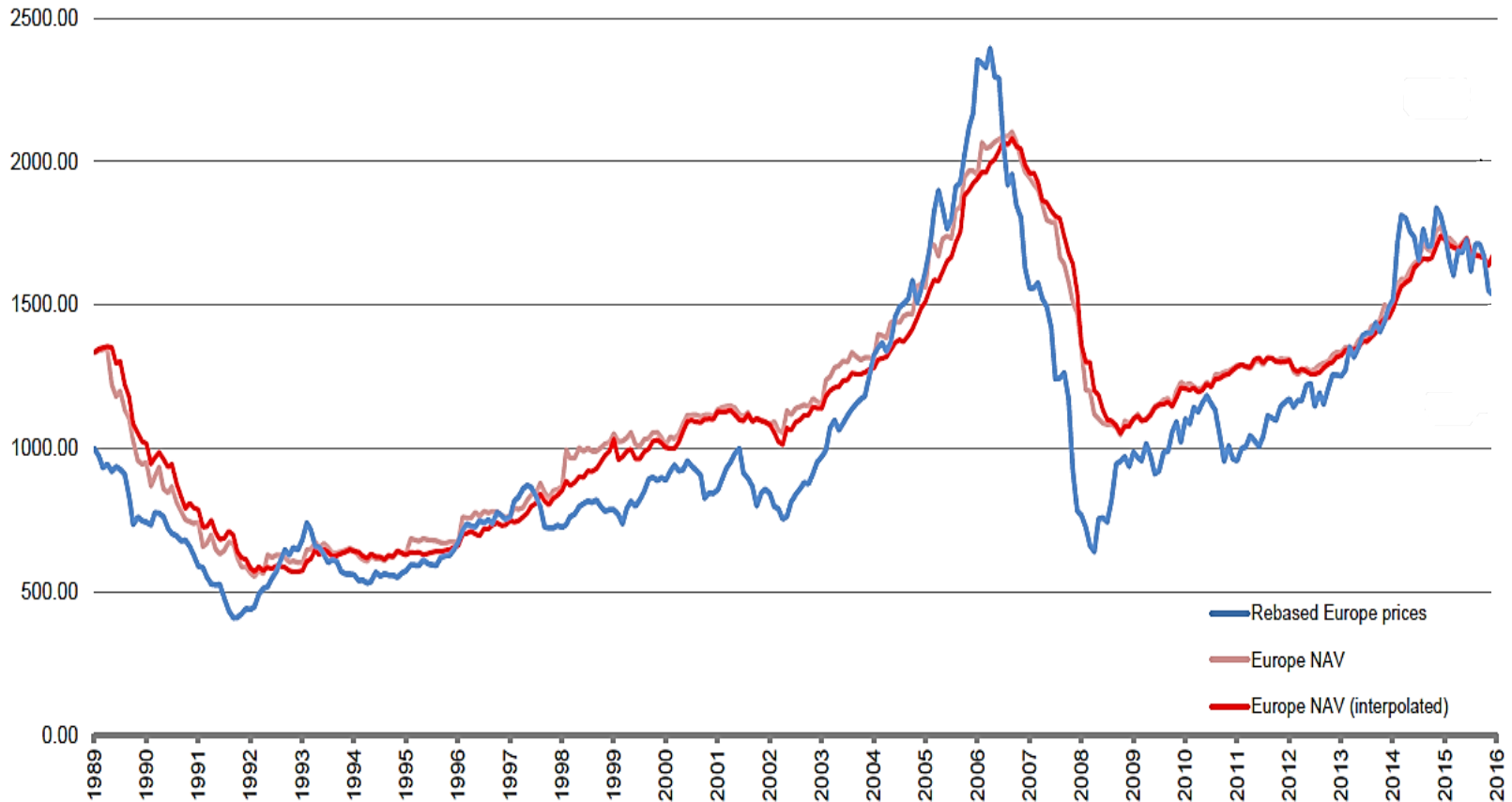
4-Quadranten Ansatz (Real Estate), Beispiele



4-Quadranten Ansatz (Real Estate), Beispiele



Börsenkurs(-wert) vs. Inventarwert (NAV) Europäischer Immobilien-Aktien



Quelle: EPRA Research, 2016

→ "Public" ist in der Regel billiger als "Private"

Risk Adjusted Private vs. Public Real Estate Excess Return

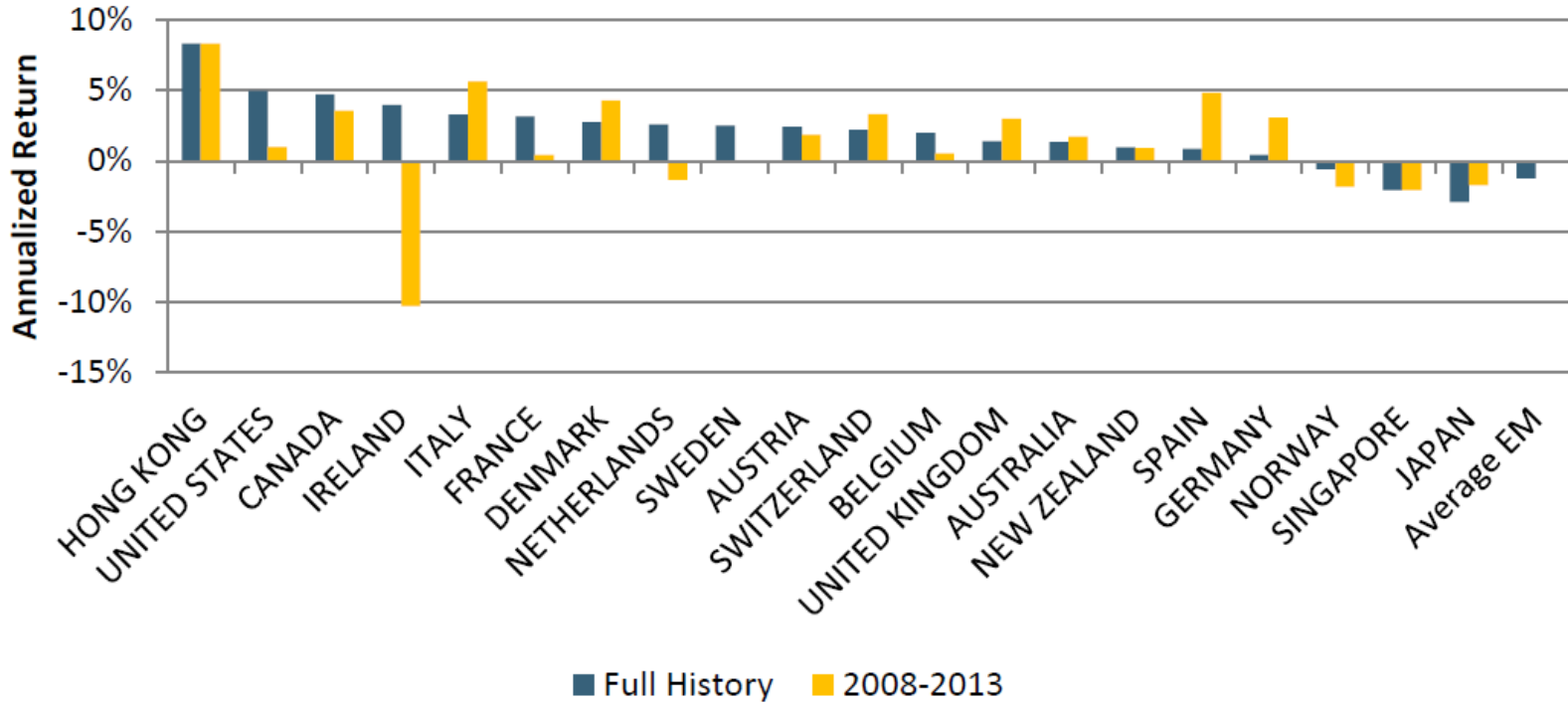
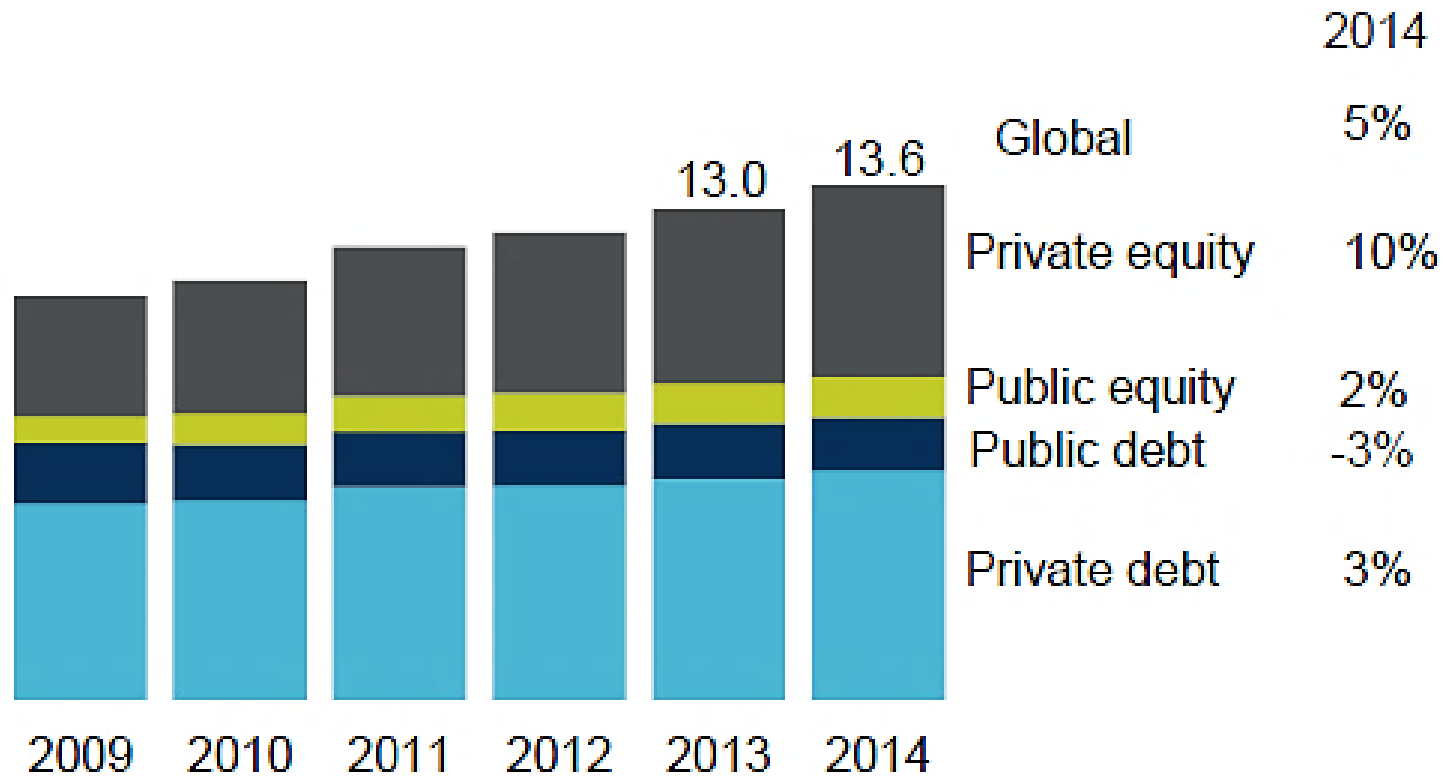


Exhibit 5: The risk-adjusted performance of private real estate has been positive in most markets. The return premium is defined as the excess return of private real estate minus beta times the excess return of unlevered listed real estate in each country.

Quelle: MSCI, 2015

Real Estate Quadrants Weights, Global, 2009 – 2014

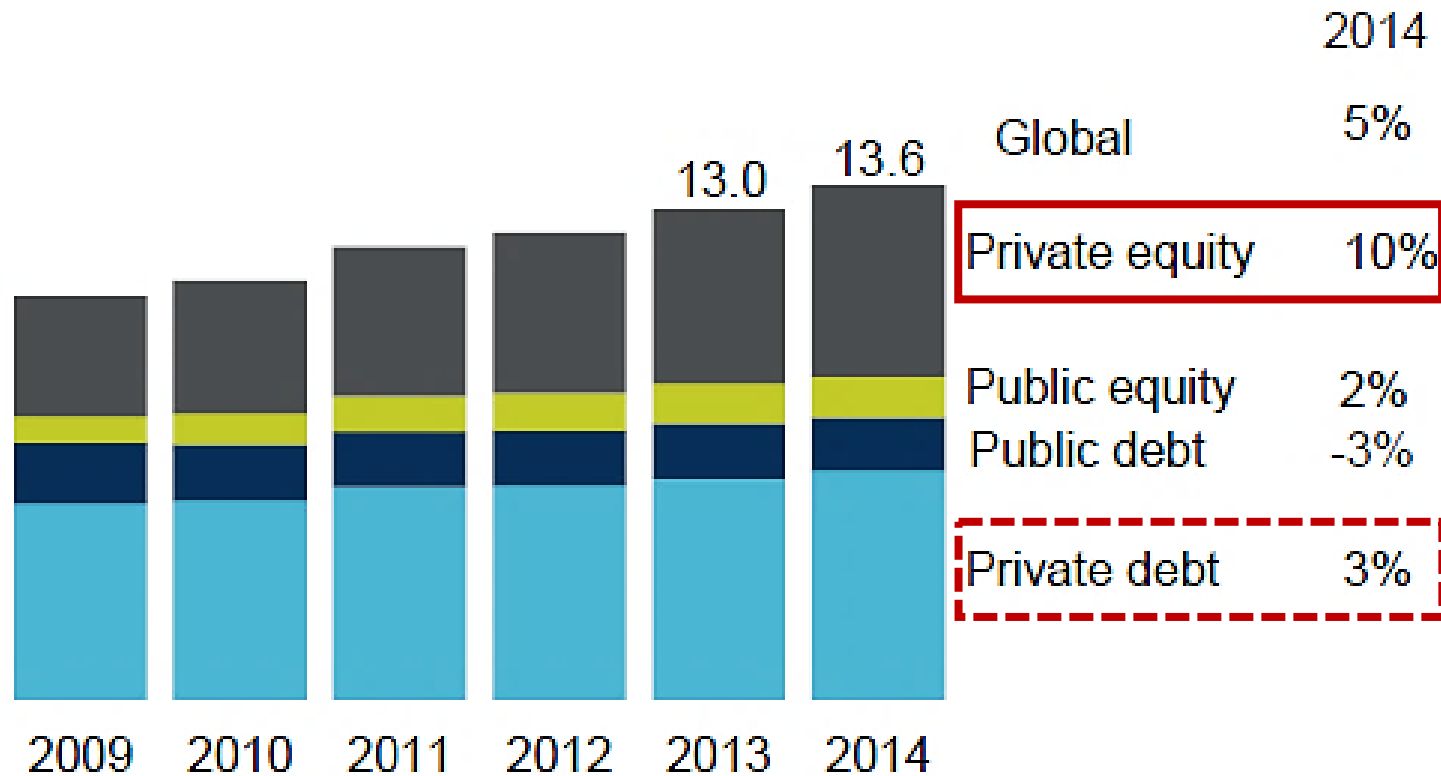
Global invested stock by source of capital, USD tn



Quelle: DTZ Research, 2015

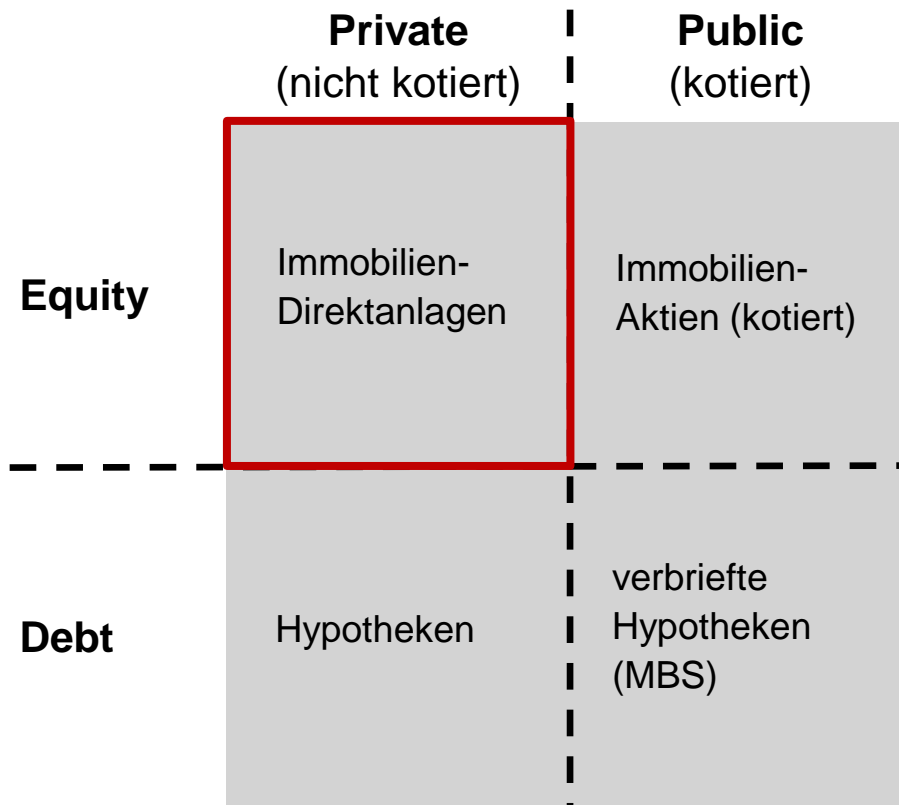
Real Estate Quadrants Weights, Global, 2009 – 2014

Global invested stock by source of capital, USD tn

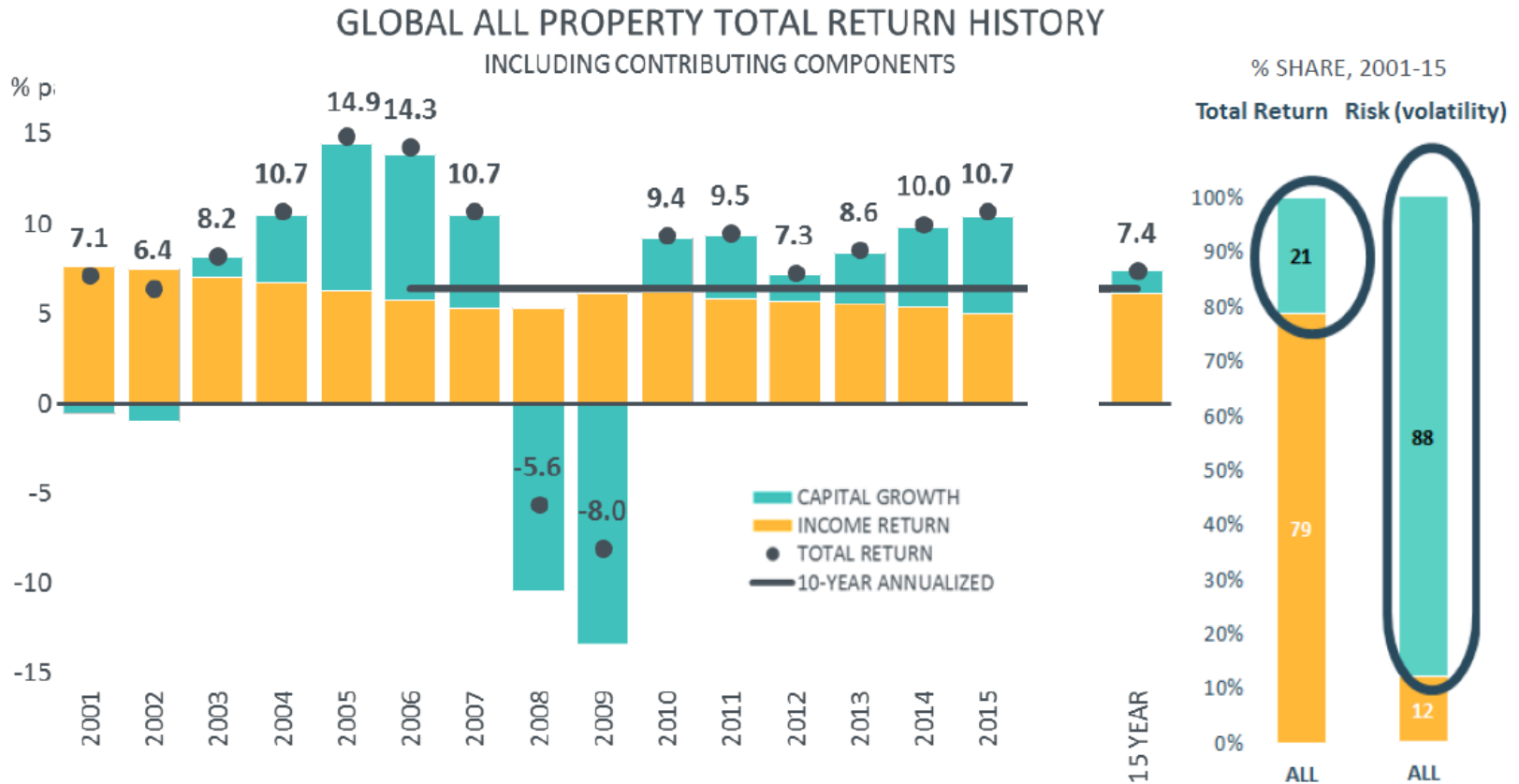


Quelle: DTZ Research, 2015

4-Quadranten Ansatz (Real Estate), Beispiele



Global Real Estate Total Return Components (MSCI)



Wir schlagen vor, die Risiken von Cash- (Einkommen) und Capital>Returns (Wertveränderungen) von Immobilienanlagen unterschiedlich zu behandeln: das niedrige Risiko **realisierter Erträge ist stärker** zu gewichten als das hohe Risiko unrealisierter Kapitalgewinne.

Ansatzmöglichkeiten zur getrennten Betrachtung von Capital und Cash Income im Asset Liability Management

Dr. Claudia Emele

- Managing Director bei Ortec Finance
- Über 10 Jahre Erfahrung im Asset Management in der Beratung von institutionellen Kunden
- Dozentin für Finance an der Fachschule für Personalvorsorge in Thun



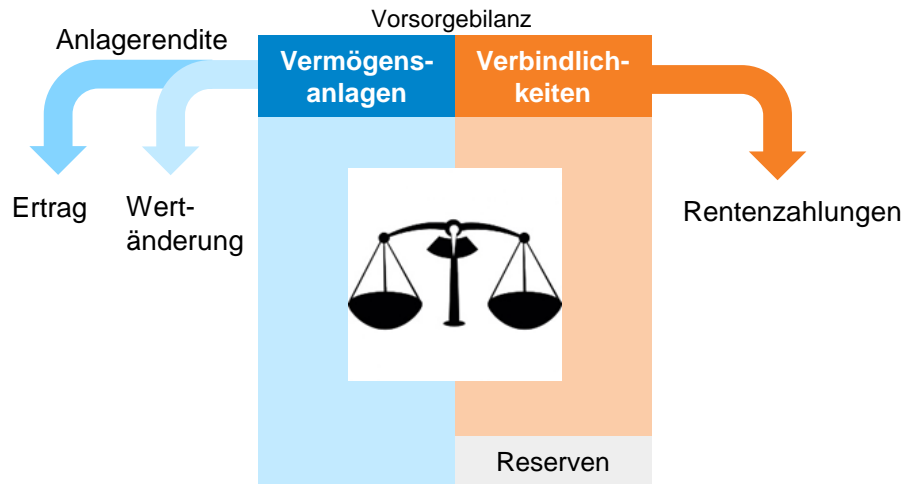
Ansatzmöglichkeiten zur getrennten Betrachtung von Capital und Cash Income im Asset und Liability Management

CUREMhorizonte – 4. Mai 2017 | Dr. Claudia Emele

ORTEC
FINANCE

ALM-Thematik – Einführung

Bilanz einer Vorsorgeeinrichtung

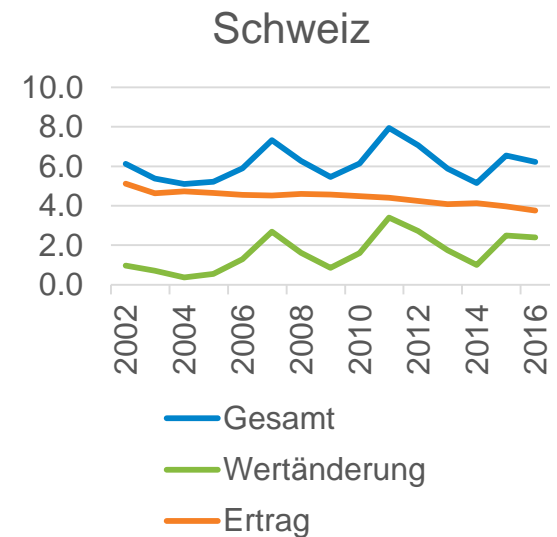
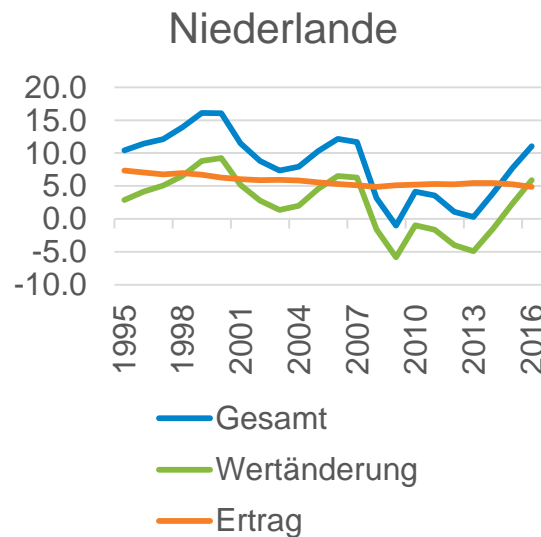
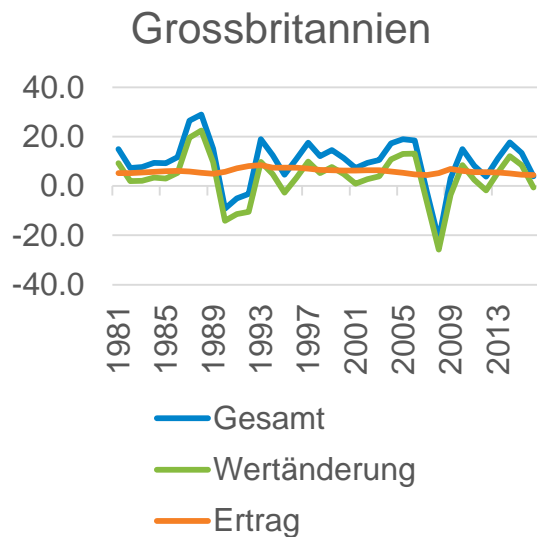


- Bei ALM-Studien verkörpert die Anlagerendite eine Total Return-Charakteristik.
- Die Anlagerendite kann grundsätzlich in eine Ertrags- und Wertänderungskomponente zerlegt werden.
- Die darin enthaltenen Risikotreiber sind verschieden.
- Eine Differenzierung im Zuge von ALM-Studien könnte zusätzlichen Nutzen bringen.

ALM (Asset Liability Management) bezeichnet die Steuerung einer Bilanz und insbesondere den effizienten Abgleich von Finanzierungsanforderungen und Anlageerfolg.

Verhaltensprofil von Ertrag und Wertänderung

Immobilienrenditen UK, NL und CH



Quelle: MSCI/IPD (alle Immobiliensegmente inkludiert)

- Differenzierung von Anlagerenditen auf Immobilien in die Komponenten:
 - Laufender Ertrag
 - Wertänderung

Sind Immobilien ein Substitut für Obligationen?

- Obligationen haben lange eine effiziente und mit den Verpflichtungen fristenkongruente Investitionsmöglichkeit eröffnet.
- Durch das **aktuelle Tiefzinsumfeld** reduziert sich deren Potenzial jedoch durch sehr tiefe Ertragsaussichten und Zinsänderungsrisiken.
- **Qualitätsliegenschaften** (Core/Core Plus) können ein nachhaltiges und wenig volatiles Ertragsverhalten aufweisen.
- Wertänderungseinflüsse sind u.a. von der Bewertungsmethodik, Handelbarkeit der und Investitionsform in die Anlagen (Anlagestiftung, Fonds) abhängig.

Gilt die Substituierbarkeit länderübergreifend?

	Jährlich		5-Jahre (annualisiert)		10-Jahre (annualisiert)	
	Rendite	Risiko	Rendite	Risiko	Rendite	Risiko
Schweiz						
Gesamt	6.1	0.8	6.2	0.4	6.2	0.1
Wertänderung	1.6	0.9	1.7	0.5	1.7	0.2
Ertrag	4.4	0.3	4.4	0.2	4.4	0.1
Grossbritannien						
Gesamt	9.7	9.7	8.6	4.9	8.2	3.0
Wertänderung	3.5	9.3	2.7	4.5	3.0	2.5
Ertrag	6.0	1.0	5.8	0.5	5.8	0.4
Niederlande						
Gesamt	8.3	5.0	7.8	4.2	8.1	2.9
Wertänderung	2.4	4.3	2.0	3.5	2.3	2.4
Ertrag	5.8	0.7	5.7	0.5	5.7	0.4

Quelle: MSCI/IPD (alle Immobiliensegmente inkludiert)

- Die Gesamrendite von Obligationen besteht aus einer Wertänderung (Preis) und einem Zinsertrag (Coupon).
- Das Renditeprofil von Immobilien ist mit demjenigen von Obligationen vergleichbar.
- Die Analyse stützt diese These länderübergreifend.

Fazit:

Immobilien können ein ähnliches Verhaltensmuster wie Obligationen aufweisen. Dies gilt es im Einzelfall oder im Rahmen der konkreten Umsetzung zu prüfen.

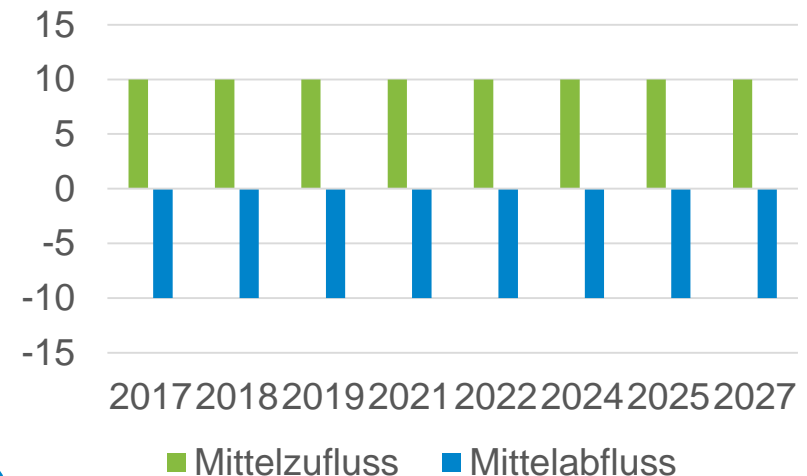
Neue Kennzahl – Tragfähigkeit für Illiquidität?

- Die Verbindlichkeiten vieler institutioneller Investoren haben **Langfristcharakter**.
- Die **Fristenkongruenz** in der Vorsorgebilanz sollte durch einen entsprechenden Anlagehorizont reflektiert werden.
- **Die Tragfähigkeit für Illiquidität** (in den Anlagen) kann durch folgende Massnahmen erhöht werden:
 - Effizientes Cash Flow Management
 - Konzentration auf illiquide Anlagen mit Fokus auf Ertrags- anstelle von Kapitalzuwachsstrategie (z.B. Core Real Estate, Brownfield Infrastructure).

Fazit:

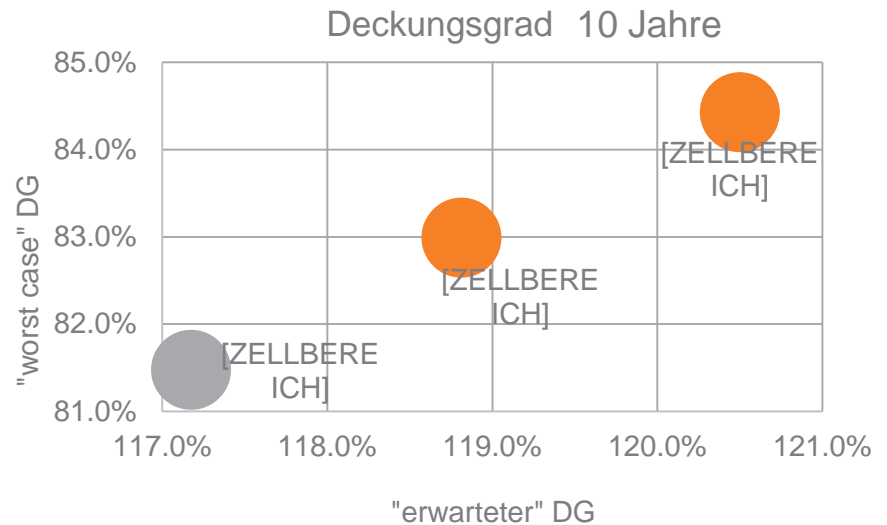
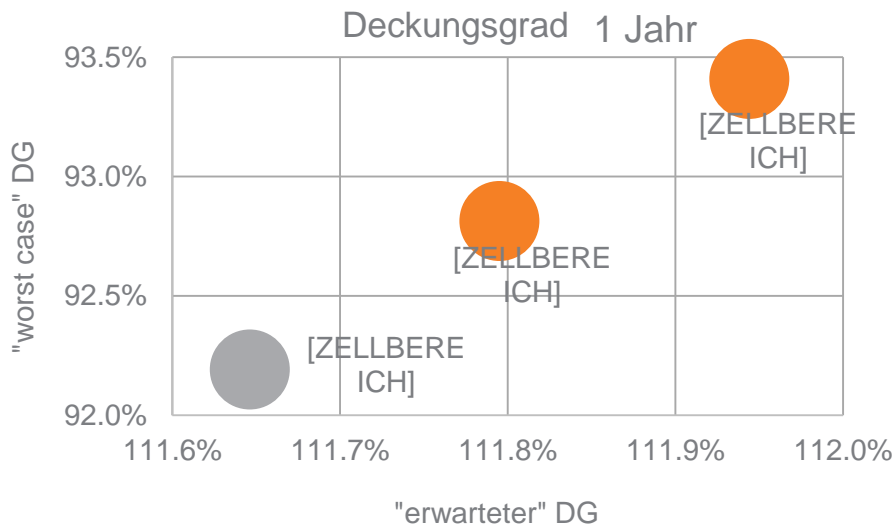
Je positiver der Netto Cash Flow eines institutionellen Investors, desto höher die Tragfähigkeit für das Investieren in illiquide Anlagen.

Netto Cash Flow



Ein langer Anlagehorizont bringt Vorteile

Deckungsgrad, 1 Jahr vs. 10 Jahre



- Kfr. Renditedenken ist nicht mit dem lfr. Anlageverhalten von institutionellen Anlegern vereinbar.
- Die Beimischung illiquider Anlagen kann sich langfristig positiv auf die finanzielle Situation auswirken.

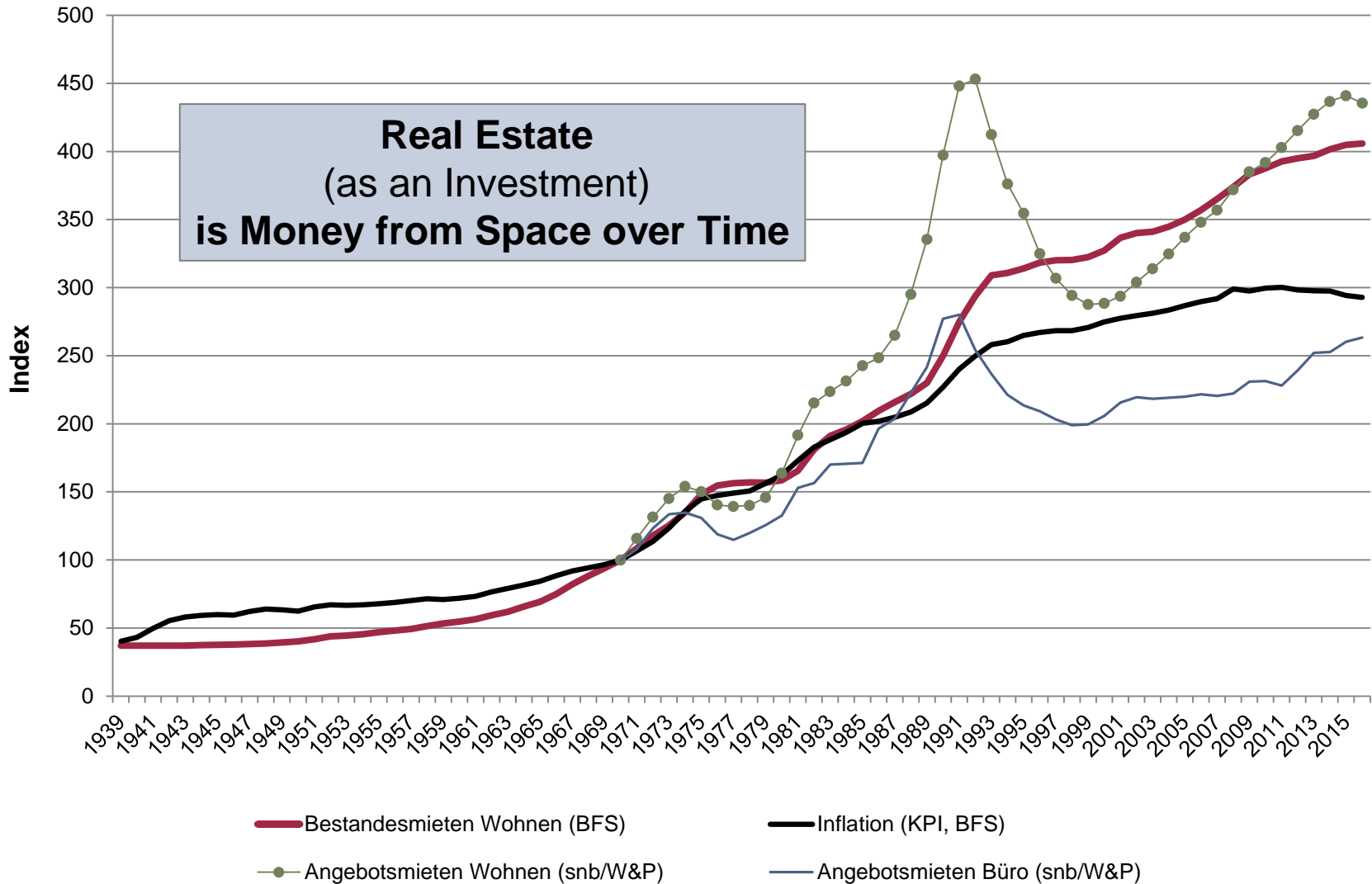
Fazit: Damit profitiert der einzelne Versicherte von besseren Leistungen bei geringeren Risiken.

Fazit:

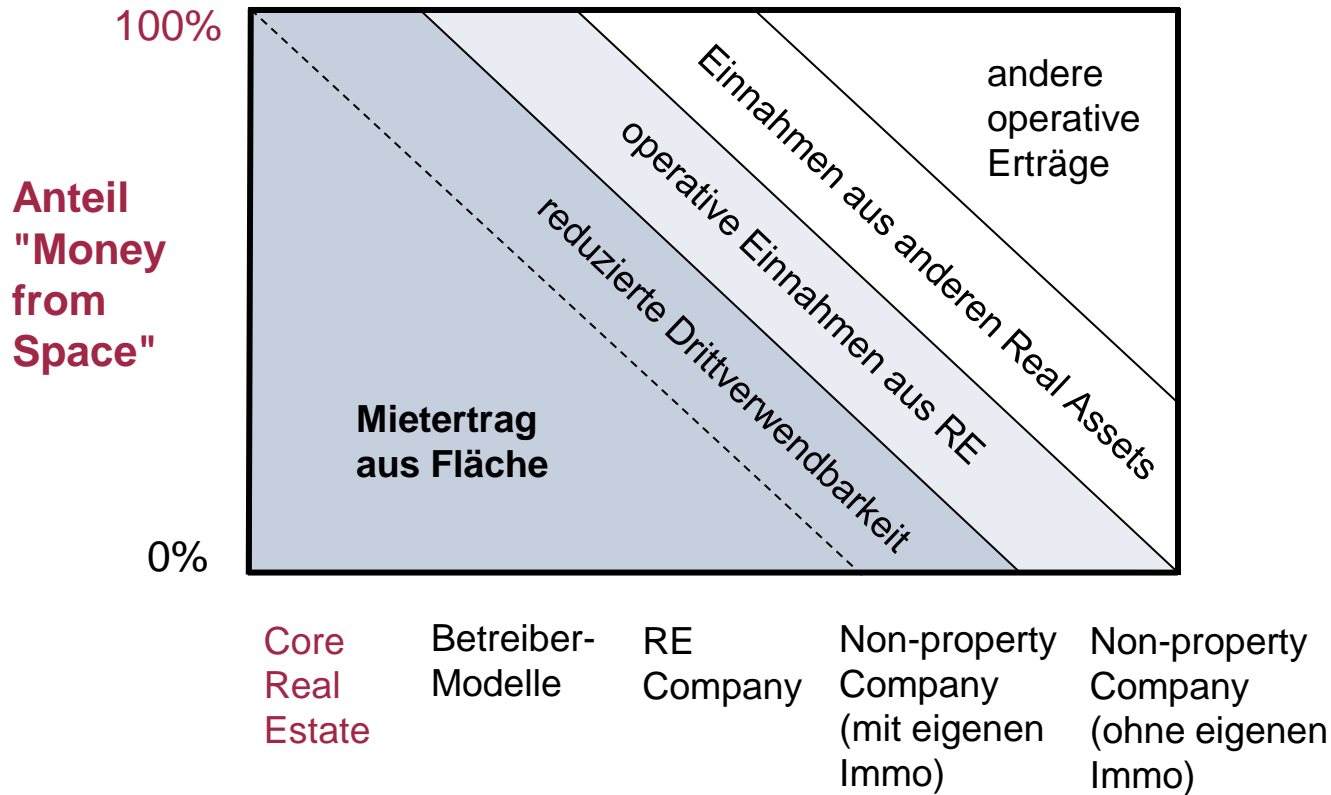
- Trennung von Wertänderungen und Erträgen auf Immobilien in ALM-Studien
 - Die regulatorischen Vorgaben beschränken bislang ein solches Vorgehen
 - Die Anforderungen an die Datenverfügbarkeit nehmen zu
 - Einführung spezifischer Risikomasse wäre wünschenswert
- **Tragfähigkeit für Illiquidität**
- Grundvoraussetzung: Annahme nachhaltiger Cash Flows aus Immobilien

AS SEEN ON
The Pinnacle List

Schweizer Mieterträge (Bestand) waren sehr stabil



Immobilien-Typologien



Alles nur Theorie? Die Sicht der Pensionskassen

Dr. Stefan Beiner

- Leiter Asset Management bei PUBLICA, Pensionskasse des Bundes
- Stellvertretender Direktor von PUBLICA
- Lehrbeauftragter für Finance an der Universität St. Gallen



Alles nur Theorie? Die Sicht der Pensionskasse PUBLICA

CUREM*horizonte* vom 4. Mai 2017

Dr. Stefan Beiner, Leiter Asset Management der Pensionskasse PUBLICA

PUBLICA in aller Kürze – Zahlen und Fakten

Sammeleinrichtung

- Bund, ETH, FINMA, Schweizerisches Rotes Kreuz...
- Alle 20 angeschlossenen Vorsorgewerke tragen ihre Risiken ganz oder teilweise selber

Kennzahlen per 31.12.2016

• Aktive Versicherte	63'863
• Vorsorgekapital aktive Versicherte, CHF Mio.	16'020
• Anzahl Rentenbeziehende	42'533
• Vorsorgekapital Rentenbeziehende, CHF Mio.	19'183
• Bilanzsumme, CHF Mio.	37'852
• Deckungsgrade, Durchschnitt aller Vorsorgewerke	
• BVV 2 (tech. Zinssatz 2.25% / 2.75%)	102,9%
• Ökonomisch	83,3%
• Gesamtaufwand für die Verwaltung des Vermögens	21,4 Bp
• TER	12,0 Bp
• Transaktionskosten und Steuern	9,3 Bp
• Kostentransparenzquote	100,0%

Übersicht: Regulatorisches Umfeld von Schweizer PKs

Art. 65 Abs. 2bis BVG: Grundsatz der Vollkapitalisierung (Deckungsgrad >100%)

Art. 65c Abs. 1 BVG: Eine zeitlich begrenzte Unterdeckung ist zulässig, wenn

- a) sichergestellt ist, dass die Leistungen bei **Fälligkeit** erbracht werden können.
- b) die Vorsorgeeinrichtung **Massnahmen ergreift**, um die Unterdeckung in einer **angemessenen Frist zu beheben**.

Gemäss der Weisung (W-03/2014) der OBERAUFSICHTSKOMMISSION Berufliche Vorsorge wurde die Fachrichtlinie FRP 6 der Schweizerischen Kammer der Pensionskassen-Experten (SKPE) zum Mindeststandard erklärt. Eine Überschreitung einer Sanierungsfrist von **10 Jahren** darf nur in Ausnahmefällen und in Absprache mit der Aufsichtsbehörde erfolgen.

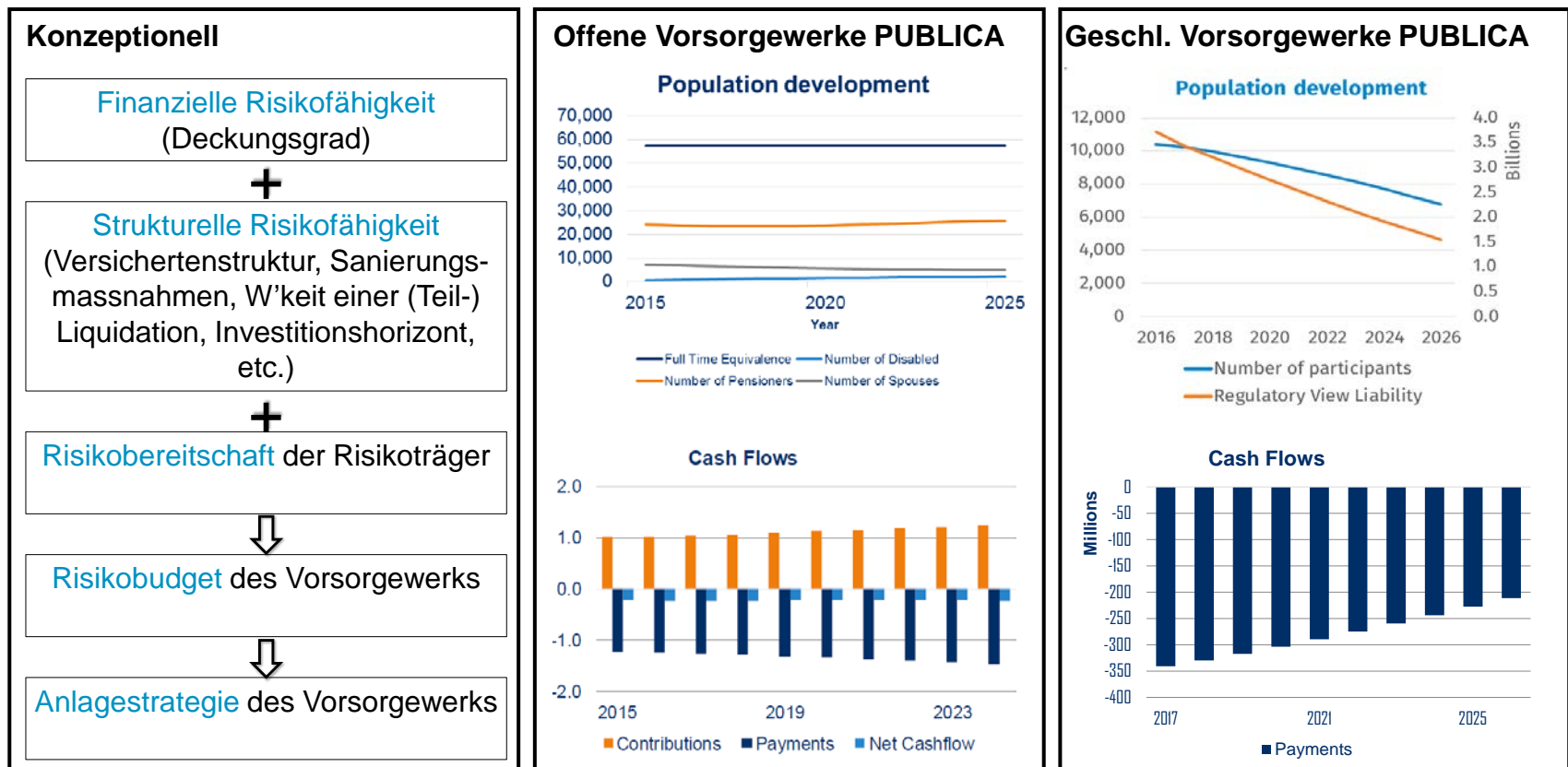
Geringfügige Unterdeckung:

- Erwartete Anlagerendite übertrifft Sollrendite;
- Beseitigung Unterdeckung innerhalb von 5 Jahren ohne Sanierungsbeiträge zu erheben;
- Deckungsgrad über 100% mit Berücksichtigung Arbeitgeberbeitragsreserven;
- Vorsorgewerk verfügt über angemessene strukturelle Risikofähigkeit;

Erhebliche Unterdeckung:

- Unterdeckung kann ohne Erhebung von Sanierungsbeiträgen in den nächsten 5 – 7 Jahren nicht behoben werden;
- Erwartete Anlagerendite liegt unter Sollrendite;
- Ungünstige strukturelle Risikofähigkeit

One size does not fit all: Unterschiedliche Vorsorgewerke bedingen unterschiedliche Risikobudgets und Anlagestrategien



Gründe in illiquide Anlagen zu investieren

- **Diversifikation:** Erschliessung zusätzlicher Risikoprämien, welche das Risiko-Rendite-Profil des Gesamtportfolios weiter verbessern.
- **Grösseres Investitionsuniversum:** Illiquidere Anlagen erhöhen das Investitionsuniversum: z.B. Small Caps, Private Placements, Infrastrukturprojekte, Private Equity.
- **Komplexitätsprämie:** Illiquide Anlagen sind für viele Anleger schwierig zu erschliessen, weil sie beispielsweise komplexe steuerliche oder rechtliche Abklärungen nach sich ziehen. Grössere Investoren können den relativen Grössenvorteil und den langfristigen Anlagehorizont ausnutzen sowie zusätzliche Ressourcen in solche Anlageklassen investieren.
- **Regulatorische Veränderungen:** Aufgrund regulatorischer Veränderungen ziehen sich z.B. klassische Finanzintermediäre (in erster Linie Banken) aus gewissen Marktfeldern zurück. Andere Investoren können die Lücke schliessen und vom Trend der Banken-Disintermediation profitieren.
- **(Glättung der Volatilität):** Aufgrund von fehlenden Marktwerten werden illiquide Anlagen oft market-to-model bewertet. In der Tendenz werden die Werte so geglättet (Autokorrelationen).

Zwei unterschiedliche Dimensionen der Illiquidität

Illiquiditätsrisiko eines Anlegers: Eine Anlage muss mit erheblichen Kosten in Cash konvertiert werden. Zwei Dimensionen der Illiquidität werden dabei unterschieden*:

Liquiditätslevel einer Anlage:

- Misst wie einfach (Timing und Kosten) eine Anlage in Cash konvertiert werden kann (Faktoren wie Handelsfrequenz, Handelsvolumen und Transaktionskosten sind relevant)
- Beispiele: Large Caps und US-Staatsanleihen weisen ein hohes Liquiditätslevel auf (d.h. sie können schnell, in grossen Volumen und mit geringen Kosten in Cash konvertiert werden). Small Caps und Private Equity weisen tendenziell ein tieferes Liquiditätslevel auf

Liquiditätsbeta einer Anlage:

- Misst die Sensitivität (Liquiditätsbeta) einer Anlage ggü. Markt-Liquiditätsschocks (wie verhält sich die Anlagekategorie, wenn sich unerwartet das Liquiditätsniveau verändert)
- Beispiele: Large Caps weisen tendenziell ein hohes Liquiditätsbeta auf, d.h. sie reagieren ausgeprägt negativ bei globalen Markt-Liquiditätsschocks. Bei Small Caps (oder Private Equity) ist das Liquiditätsbeta tendenziell tiefer

Zielsetzung: Anlagen mit tiefem Liquiditätslevel und/oder hohem Liquiditätsbeta sollten in Stresssituation wie globale Liquiditätsschocks nicht unter Zeitdruck in hohen Volumen verkauft werden müssen (**forced seller**). Jeder Anleger sollte seinen maximalen **Liquiditätsbedarf** genau kennen.

* In Anlehnung an Liquidity Level or Liquidity Risk? Evidence from the Financial Crises, Lou & Sadka, FAJ 67, 3, 2011

Wie viele illiquide Anlagen kann sich eine PK leisten: Liquiditätsbedarf von PUBLICA

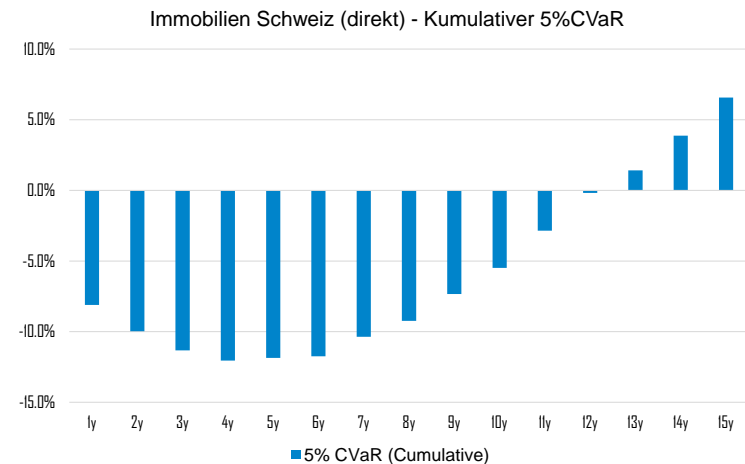
Zentrale Fragestellung: Wie hoch ist der notwendige Mindestanteil an Anlagen (= maximaler Liquiditätsbedarf), welche ein hohes Liquiditätslevel und ein tiefes Liquiditätsbeta aufweisen. PUBLICA weist mit den aktuellen Anlagestrategien folgenden Liquiditätsbedarf (Cash, Eidgenossen, G7-Staatsanleihen mit hoher Bonität und Gold) auf:

Drei Liquiditätsblöcke	Verwendetes Mass bei PUBLICA	Offene Vorsorgewerke: In % der Assets	Geschlossene Vorsorgewerke: In % der Assets
Verbindlichkeiten: Cashoutflows	Summe aller Rentenzahlungen über 12 Monate	4%	9%
Overlays & Besicherungsmanagement (z.B. FX-Absicherung)	1% VaR: Tagesvolatilität über einen Monat	6%	4%
Rebalancing bzw. TAA Prozess	Maximaler Drawdown während der Finanzkrise für Aktien	10%	11%
Total Liquiditätsbedarf*		20%	24%

* Konservative Annahme: keine Diversifikationseffekte zwischen den Liquiditätsblöcken

Relevanz von Bewertungsrisiken in Abhängigkeit der Illiquiditätsfähigkeit

- **Fazit 1:** Für Asset Owner mit wirklich **langfristigen Horizont**, die den **maximalen Liquiditätsbedarf** durch liquide Anlagen, welche ein hohes Liquiditätslevel und ein tiefes Liquiditätsbeta aufweisen, **abdecken**, ist die Berücksichtigung der **Bewertungsrisiken wenig relevant**
- **Fazit 2:** Die **Relevanz von Bewertungsrisiken nimmt** für Asset Owner **zu**,
 - je **kürzer der Anlagehorizont** ist;
 - je höher der **netto Cash-Outflow** ist;
 - falls der **Liquiditätsbedarf nicht** durch liquide Anlagen **abgedeckt wird** (und somit das Risiko, forced seller zu werden, erhöht ist).



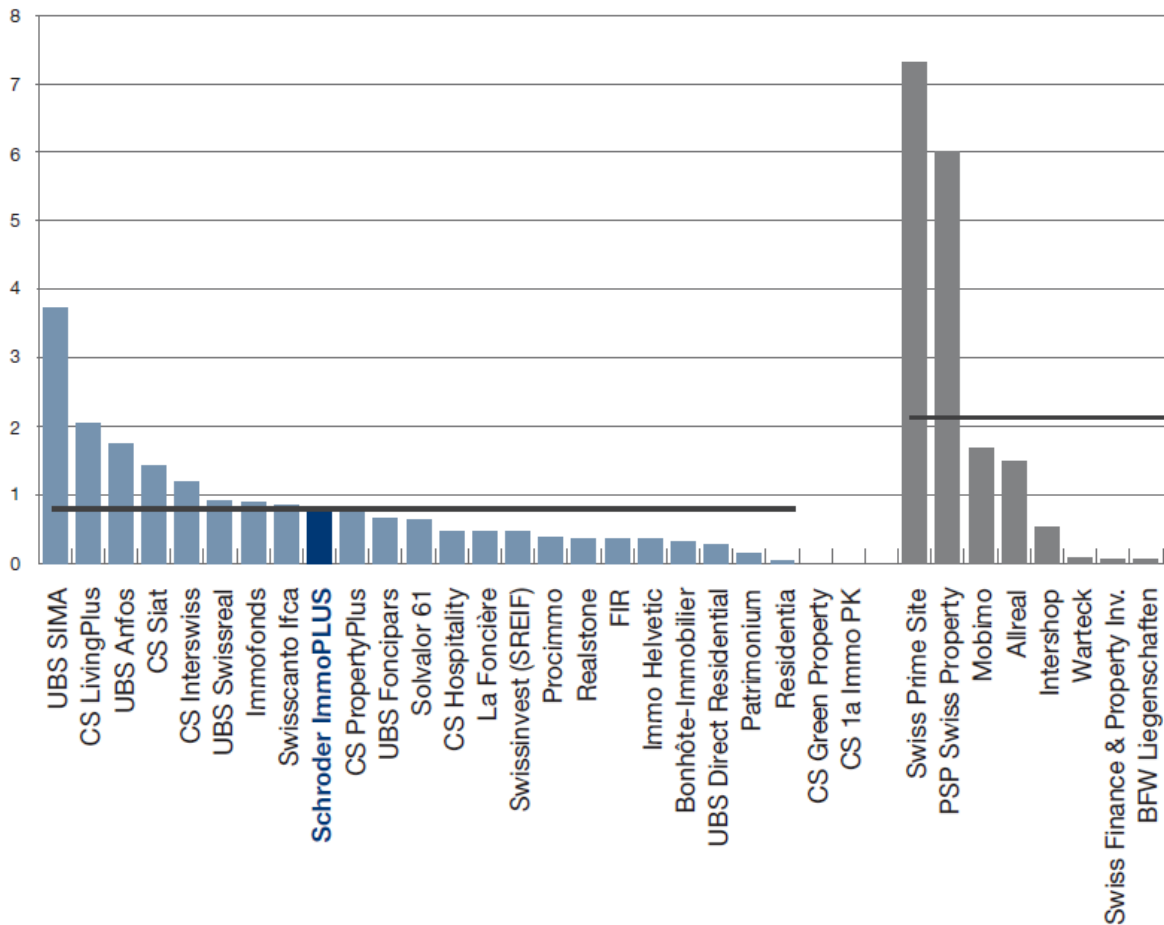
Quelle: Ortec Finance

**Vielen Dank für
Ihr Interesse.**

Dr. Stefan Beiner
Leiter Asset Management & Stv. Direktor
Pensionskasse des Bundes PUBLICA
Eigerstrasse 57, CH - 3007 Bern
Schweiz
+41 58 485 21 01
stefan.beiner@publica.ch

Sind kotierte Anlagen liquider als nicht kotierte Anlagen?

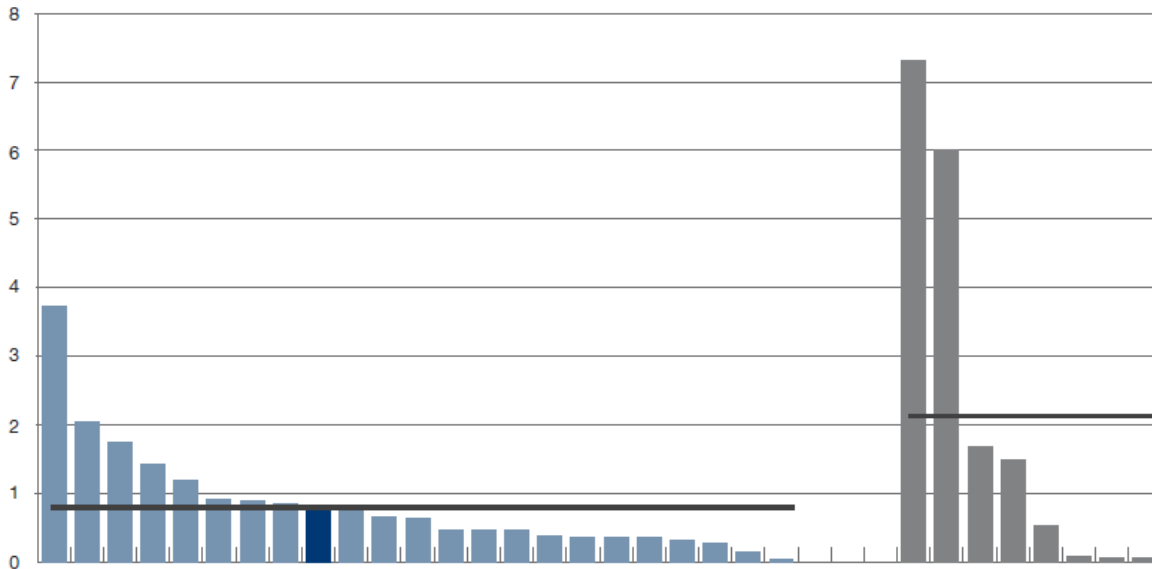
Marktgängigkeit in Mio. CHF
(Ø Umsatz pro Börsentag über 6 Monate)



Quelle: Schroders, 2016

Sind kotierte Anlagen liquider als nicht kotierte Anlagen?

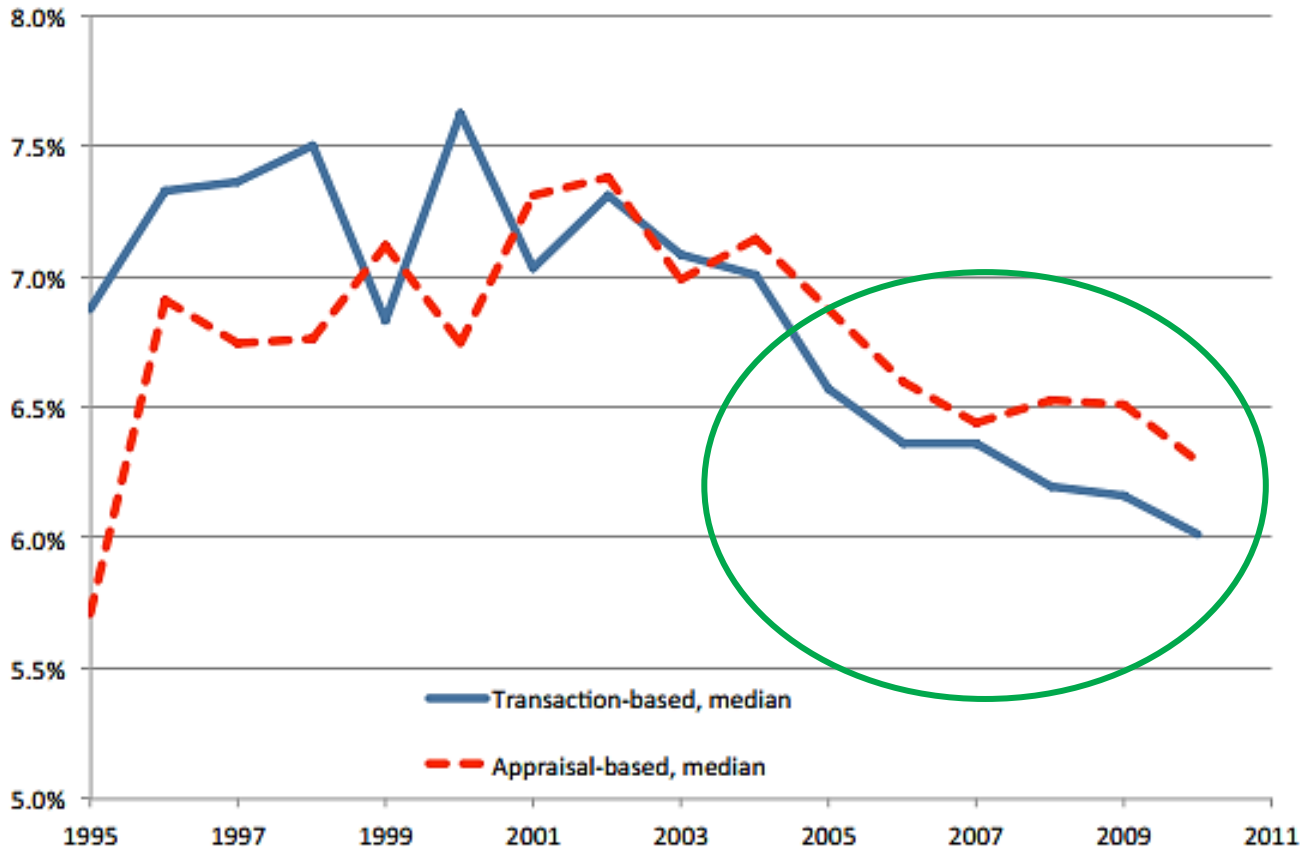
Marktgängigkeit in Mio. CHF
(Ø Umsatz pro Börsentag über 6 Monate)



Die hohen Transaktionskosten (Due Diligence) nicht kotierter Anlagen reduzieren deren Liquidität. Nimmt man die Transaktionskosten aber in Kauf, sind u.U. grosse Transaktionsvolumen ohne "Preisreaktion" möglich.

Accounting-View "produziert" Illiquidität

Differenz zwischen bewertungs- und transaktionsbasierten Kapitalisierungssätzen infolge Time-lags und Smoothing der Bewertungen



Quelle: Alain Chaney, Martin Hoesli, 2012

Kapitalisierungssatz: Bewertung vs. Transaktion

Differenz zwischen Kapitalisierungssätzen aus Transaktionen 2014

Genferseeregion	-0.78%
Espace Mittelland	-0.36%
Nordwestschweiz	-0.26%
Zürich	-0.72%
Ostschweiz	-0.80%
Zentralschweiz	-0.50%
Tessin	-0.81%

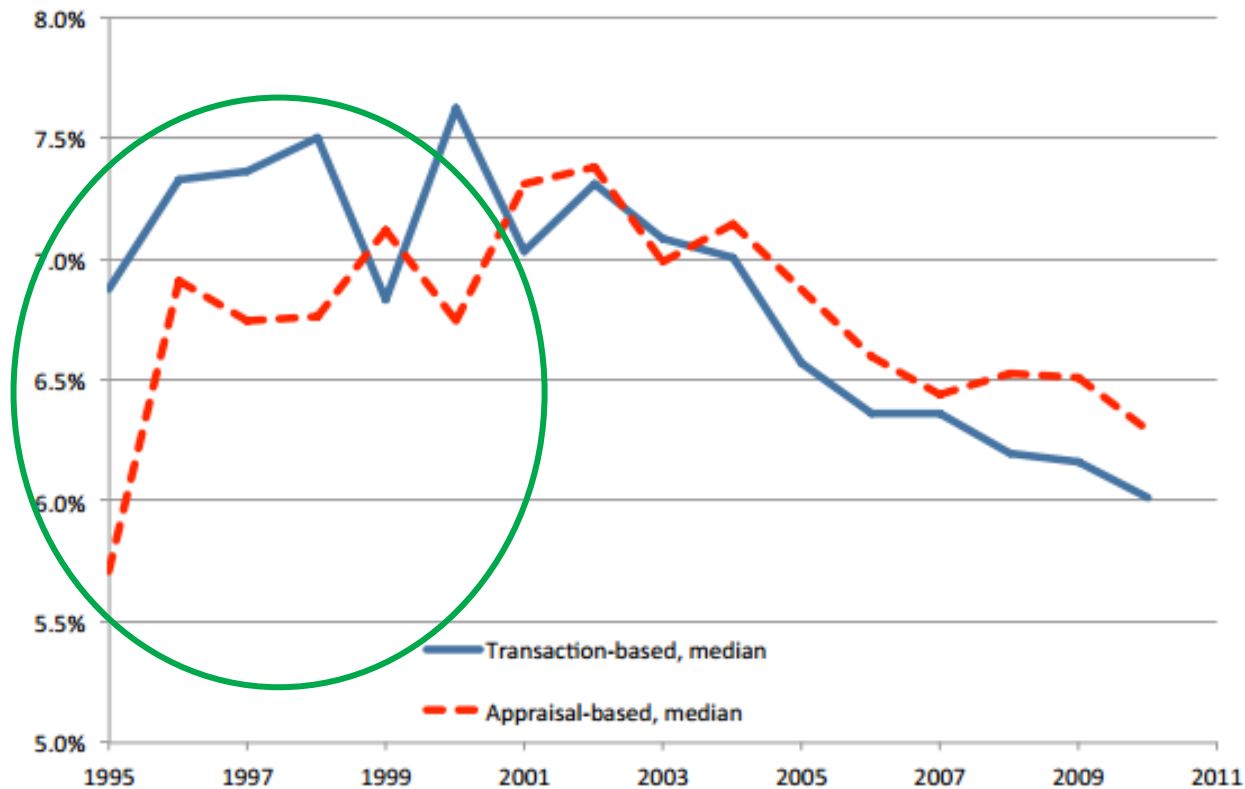
Quelle: REIDA

Immobilien-Anlagestiftungen: Ein freier Handel zum NAV ist praktisch nicht möglich

KGAST Immo-Index	Nettovermögen	Anteil in %	Handel
Adimora Omega (Wohnimmobilien)	114'970'001	0.4%	geschlossen
ASSETIMMO G (Geschäftsliegenschaften)	700'658'997	2.4%	geschlossen
ASSETIMMO W (Wohnliegenschaften)	1'273'134'033	4.4%	geschlossen
Avadis Immobilien Schweiz Geschäft	662'883'301	2.3%	geschlossen
Avadis Immobilien Schweiz Wohnen	1'952'060'059	6.7%	geschlossen
CSA Real Estate Commercial	755'754'578	2.6%	geschlossen
CSA Real Estate Switzerland	4'657'808'105	16.1%	geschlossen
CSA Real Estate Switzerland Residential	475'404'114	1.6%	geschlossen
Ecoreal Suissecore Plus	519'209'534	1.8%	geschlossen
HIG Immobilien Schweiz	643'364'014	2.2%	geschlossen
Imoka Immobilien Schweiz	435'950'012	1.5%	geschlossen
Patrimonium Wohnimmobilien Schweiz	179'445'297	0.6%	offen
Pensimo Casareal (Wohnimmobilien)	853'179'993	2.9%	geschlossen
Pensimo Proreal (Geschäftsimmobilen)	239'580'002	0.8%	geschlossen
Sarasin Nachhaltig Immobilien Schweiz	302'553'894	1.0%	geschlossen
Swiss Life Geschäftsimmobilen Schweiz	828'854'492	2.9%	geschlossen
Swiss Life Immobilien Schweiz	1'000'238'281	3.4%	geschlossen
Swisscanto Immobilien Schweiz	5'328'999'542	18.4%	offen → Ausgabekommission 15%
Telco Immobilien Schweiz	661'520'325	2.3%	offen
Turidomus Casareal (Wohnimmobilien)	2'619'810'059	9.0%	geschlossen
Turidomus Proreal (Geschäftsimmobilen)	738'950'012	2.5%	geschlossen
UBS Immobilien Schweiz	1'648'686'890	5.7%	geschlossen
UBS Kommerzielle Immobilien Schweiz	426'801'239	1.5%	geschlossen
Zürich Immobilien - Geschäft Schweiz	501'866'791	1.7%	geschlossen
Zürich Immobilien - Traditionell Schweiz	476'829'987	1.6%	geschlossen
Zürich Immobilien - Wohnen Schweiz	1'005'689'209	3.5%	geschlossen
Stand: 02.02.2015	29'004'202'761		

"Produziert" die Accounting-View die nächste Finanzkrise?

Differenz zwischen Kapitalisierungssätzen aus Transaktionen und Bewertungen



Quelle: Alain Chaney, Martin Hoesli, 2012



Kurze Pause (5')



Agenda

Marktwert, das Mass aller Dinge?

Prof. Dr. Thorsten Hens, Institut für Banking und Finance, Universität Zürich

Ansatzmöglichkeiten zur getrennten Betrachtung von Capital und Cash Income
im Asset Liability Management

Dr. Claudia Emele, ORTEC Finance

Alles nur Theorie? Die Sicht der Pensionskassen

Dr. Stefan Beiner, Pensionskasse PUBLICA

Kurze Pause (5')

Alles nur Theorie? Die Sicht der Versicherungen

Michael Christen, Zurich Insurance Group, Strategic Asset Allocation

Abwendung vom Marktwert – ein Sündenfall im Accounting und der Regulierung?

Prof. Dr. Peter Leibfried, Universität St. Gallen

Risiko und Regulierung bei Pensionskassen

André Tapernoux, Mercer

Verleihung CUREMforschungspreis

Jürg Stöckli, SBB Immobilien

ca. 19.30 Uhr Apéro riche

Alles nur Theorie? Die Sicht der Versicherungen

Michael Christen

- Chief Investment Officer bei Zurich Schweiz
- Verantwortlich für die Entwicklung der Anlagestrategie der Zurich Gruppe sowie die Quantifizierung und Analyse des Marktrisikos



"From Capital to Cash" Alles nur Theorie? Die Sicht einer Versicherung

4. Mai 2017

Michael Christen

Zurich Insurance Company Ltd

CUREM*horizonte*



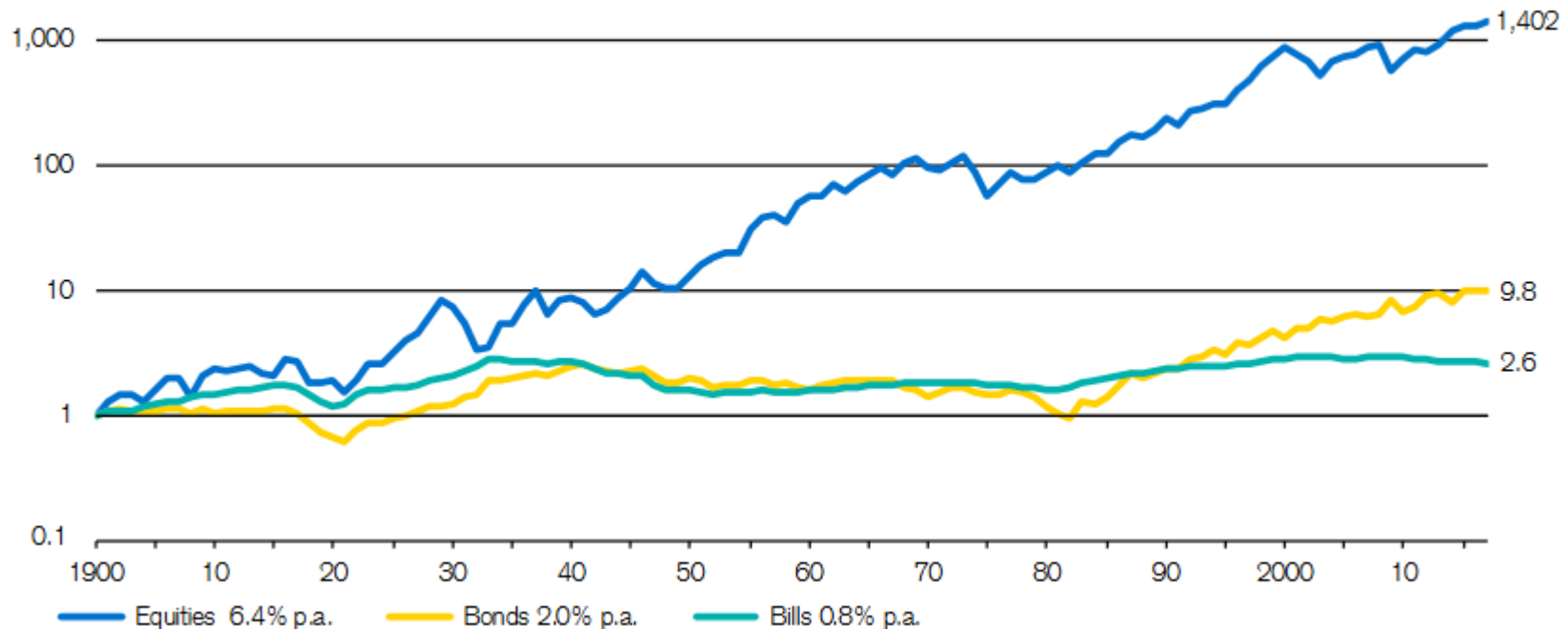
"From Capital to Cash"

Alles nur Theorie? Die Sicht einer Versicherung

- Langfristigkeit der Anlagestrategie ermöglicht das Verdienen von Risikoprämien
- Kapazität für das Halten weniger liquider Anlagen muss vorhanden sein, um Notverkäufe zu vermeiden
- Im Stressfall auf der Bilanz verbleibende Verpflichtungen bestimmen die Kapazität für weniger liquide Anlagen
- Die Verpflichtungsstruktur von Versicherungen ist ideal, um von Liquiditätsprämien zu profitieren / Fallstudie

Über die letzten 100+ Jahre rentierten US Aktien durchschnittlich 6.4% mit einer Standard-Abweichung von 20%

Kumulierte reale Renditen auf US Anlagen, 1900-2016



Source: Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, *Triumph of the Optimists*, Princeton University Press, 2002, and subsequent research

Das Eingehen von (diversifizierten) Marktrisiken wird auf die lange Frist mit einer systematischen Prämie entschädigt

- Aktien-, Kredit-, Zins- und Immobilienrisiken werden mit einer Risikoprämie entschädigt (theoretisch und empirisch fundiert)
- Die Risikoprämien materialisieren sich nicht in jedem einzelnen Jahr sondern über die Zeit (über einen Zyklus, 5-10 Jahre)
- Eine optimale langfristige Anlagestrategie benötigt:
 - Genügend Risikokapital (Risikofähigkeit, Risikoappetit) und, damit einhergehend, einen langen Horizont
 - Ein gutes Verständnis der langfristigen Risiko-Rendite-Korrelations-Trade-Offs
 - Einen strukturierten und transparenten Anlageprozess

"From Capital to Cash"

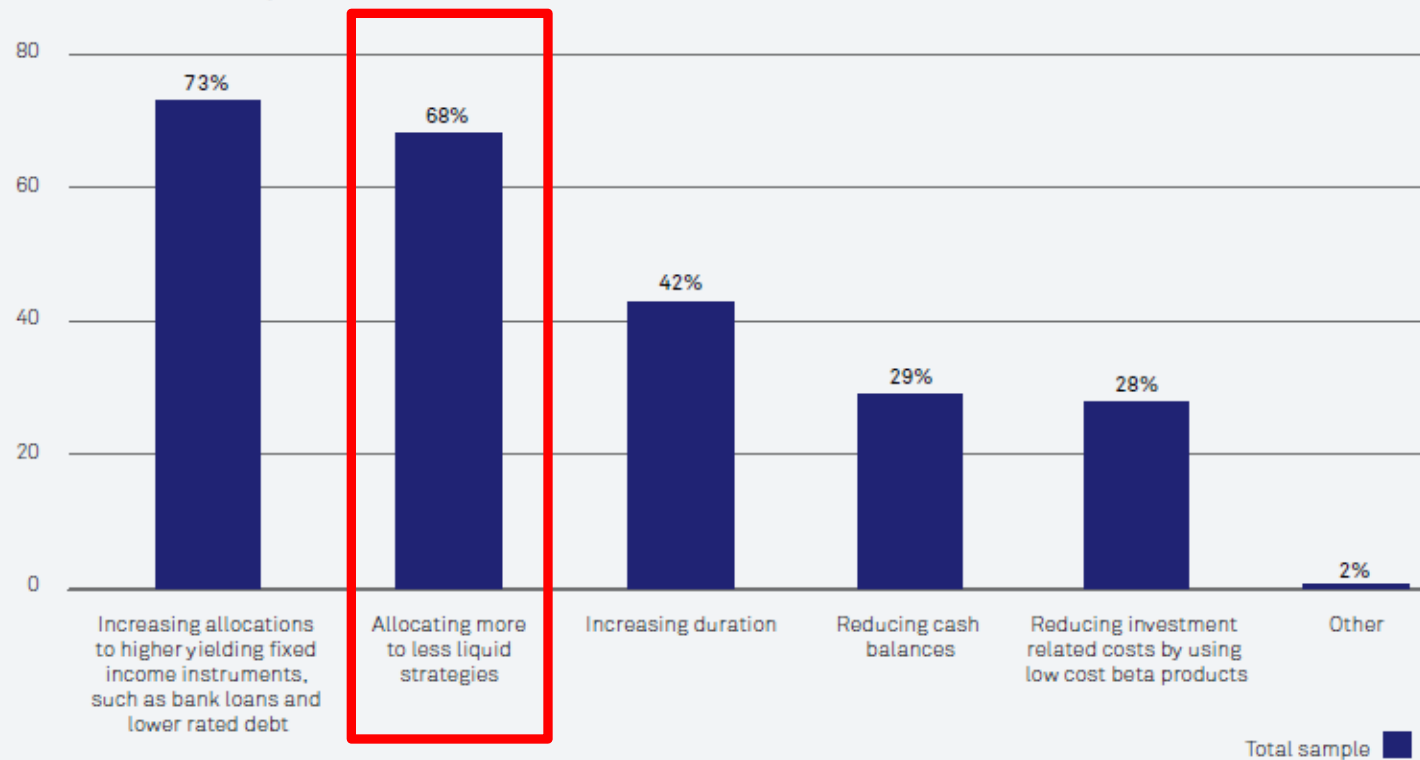
Alles nur Theorie? Die Sicht einer Versicherung

- Langfristigkeit der Anlagestrategie ermöglicht das Verdienen von Risikoprämien
- Kapazität für das Halten weniger liquider Anlagen muss vorhanden sein, um Notverkäufe zu vermeiden
- Im Stressfall auf der Bilanz verbleibende Verpflichtungen bestimmen die Kapazität für weniger liquide Anlagen
- Die Verpflichtungsstruktur von Versicherungen ist ideal, um von Liquiditätsprämien zu profitieren / Fallstudie

Als Antwort auf das Tiefzinsumfeld, weichen viele Anleger auf weniger liquide Anlagen aus

HOW ARE YOU ADAPTING YOUR INVESTMENT STRATEGIES TO LOW INTEREST RATES?
(ASKED OF SURVEY RESPONDENTS IN MAY 2013, BEFORE THE US QE ANNOUNCEMENT)

Select all that apply.



Base: Total (n=206)
Source: The Economist Intelligence Unit, May 2013

Liquiditätsrisiko ist definiert als der mögliche Verlust aufgrund von Notverkäufen

- Weniger liquide Anlagen profitieren von einer zusätzlichen Liquiditätsprämie
- Liquiditätsrisiko ist definiert als der mögliche Verlust auf einer Anlage, die zu Unzeit verkauft werden muss (um beispielsweise Verpflichtungen zu bedienen)
- Dieses Risiko gilt es zu minimieren, indem die Liquiditätsstruktur der Anlagen mit der Liquiditätsstruktur der Verpflichtungen möglichst in Einklang gebracht wird

Immobilien liefern sowohl eine Liquiditätsprämie als auch gleichzeitig hohe Cashflow-Renditen

- Die Anlage in Immobilien ist riskant und wird entschädigt durch:
 - Marktrisikoprämien (systematisch, bei guter Diversifikation)
 - Liquiditätsprämien
- Institutionelle Anleger kaufen Immobilien aufgrund der hohen Cashflow-Rendite (3% vs. 0% auf 10-jähriger Staatsanleihe) und weniger aufgrund der erwarteten Wertzuwächse
 - Bedienung der Verpflichtungen (aber: Cashflows sind nicht fix)
 - Beitrag zur Sicherstellung der Liquidität

"From Capital to Cash"

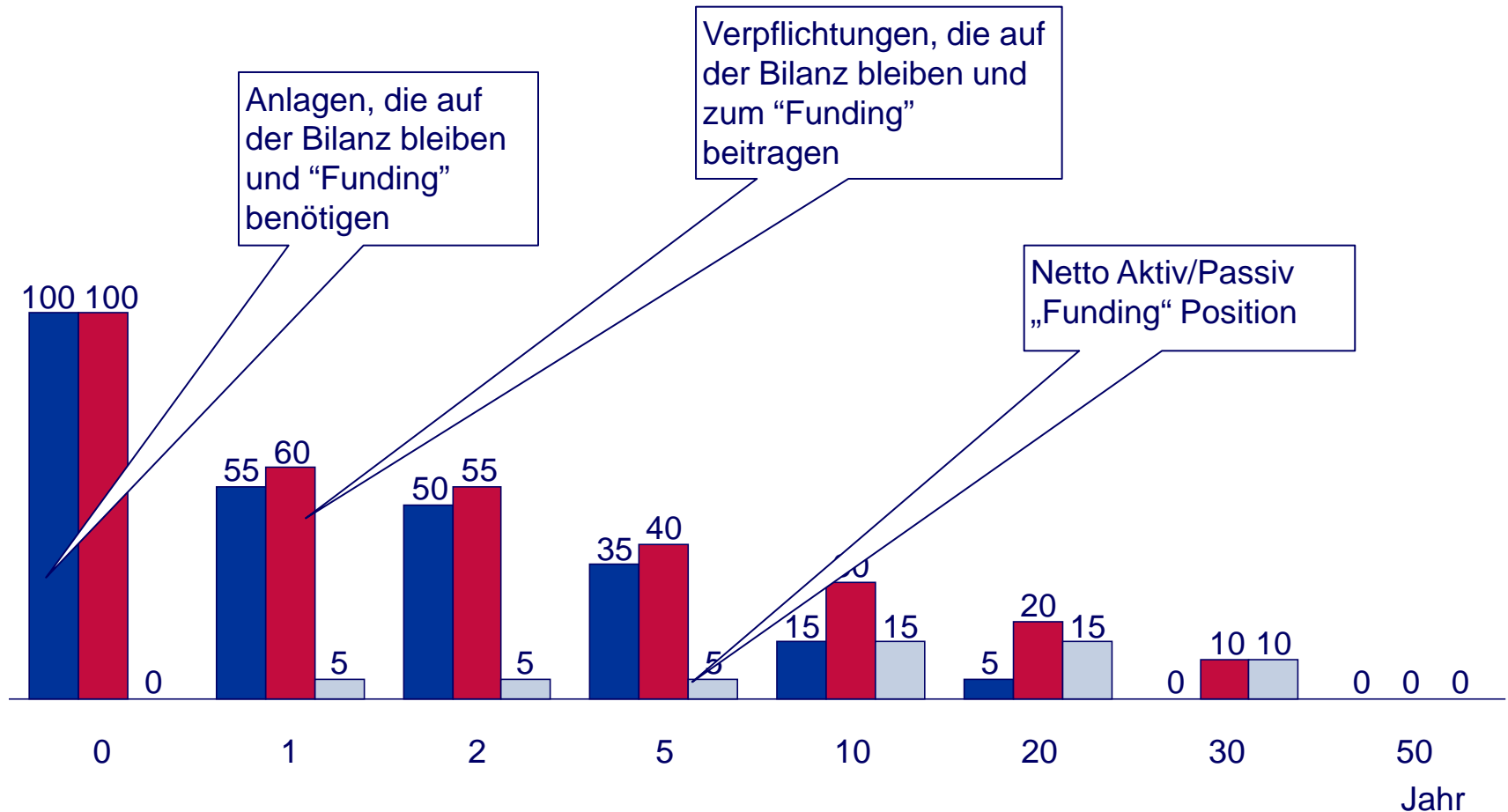
Alles nur Theorie? Die Sicht einer Versicherung

- Langfristigkeit der Anlagestrategie ermöglicht das Verdienen von Risikoprämien
- Kapazität für das Halten weniger liquider Anlagen muss vorhanden sein, um Notverkäufe zu vermeiden
- Im Stressfall auf der Bilanz verbleibende Verpflichtungen bestimmen die Kapazität für weniger liquide Anlagen
- Die Verpflichtungsstruktur von Versicherungen ist ideal, um von Liquiditätsprämien zu profitieren / Fallstudie

Verpflichtungen liefern das „Funding“ für die Anlagen – dies gilt insbesondere für weniger liquide Anlagen im Stressfall

- Das Ablaufprofil der Verpflichtungen im Stressfall bestimmt die maximale Illiquidität der Anlagen, die von der Bilanz tragbar ist
- Viele Versicherer investieren in weniger liquide Anlagen, wie Immobilien, Hypotheken und Private Equity
- Die Langfristigkeit mit der Versicherungs-Verpflichtungen auf der Bilanz bleiben stellt Kapazität bereit für das Halten von weniger liquiden Anlagen
- Bevor in weniger liquide Anlagen investiert wird, muss die Liquidität der Anlage und die Liquiditätskapazität der Bilanz verstanden und idealerweise in einen strukturierten Anlageprozess integriert werden

Die Netto Aktiv/Passiv "Funding" Position muss zu jedem Zeitpunkt positiv sein

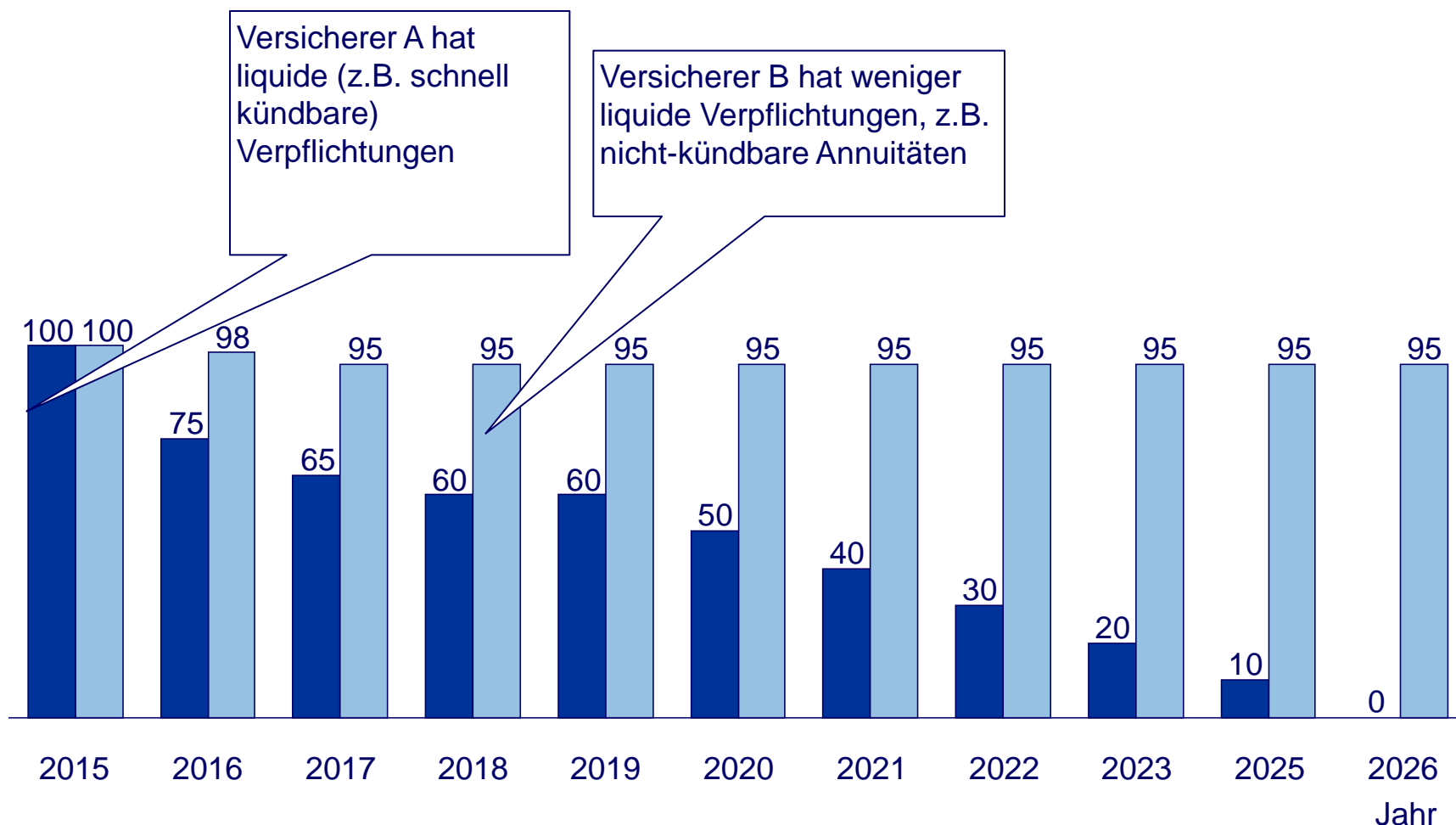


"From Capital to Cash"

Alles nur Theorie? Die Sicht einer Versicherung

- Langfristigkeit der Anlagestrategie ermöglicht das Verdienen von Risikoprämien
- Kapazität für das Halten weniger liquider Anlagen muss vorhanden sein, um Notverkäufe zu vermeiden
- Im Stressfall auf der Bilanz verbleibende Verpflichtungen bestimmen die Kapazität für weniger liquide Anlagen
- Die Verpflichtungsstruktur von Versicherungen ist ideal, um von Liquiditätsprämien zu profitieren / Fallstudie

Das vorhandene "Funding" und damit die Liquiditäts-Kapazität unterscheidet sich bei verschiedenen Versicherungen



Versicherung B, mit den weniger liquiden Verpflichtungen, hat eine höhere erwartete Rendite

FALLSTUDIE

	A	B
Optimal asset allocation (% of total assets)		
Equities	3%	1%
Liquid Credit	41%	26%
Illiquid Credit	0%	8%
Mortgages	0%	0%
Real Estate	2%	14%
Private Equity	0%	0%
Hedge Funds	5%	4%
Sovereign bonds	42%	46%
Cash	7%	0%
Return relative to liabilities (in bps)		
Beta	70	70
Liquidity	12	29
Alpha	18	18
Total	100	118

- Optimale Anlagestrategie für verschiedene Verpflichtungsprofile bei gleichem Risiko
- Versicherung B hat weniger liquide Verpflichtungen und damit die Kapazität mehr Immobilien zu halten
- Die erwartete Risikoprämie unterscheidet sich um rund 20% oder 20bps
- Eine optimale Investition in weniger liquide Anlagen lohnt sich

"Pensionskassen: Weniger Leistungskürzungen durch bessere Anlageergebnisse ..."

Anpassungen der BVV2-Verordnung unabdingbar

- Neuordnung der BVV2 Richtlinien nach Verwendungszweck
- Anpassungen als Impuls für strukturelle Veränderungen im Anlageverhalten

Anlageklassen börsenkotiert und privat	Begrenzung neu	Begrenzung bestehend
Fremdkapital	100%	-
- Obligationen CHF und FW	100%	100%
- Grundpfandtitel CH	50%	50%
- Private Debt (neu)	15%	-*
Aktienkapital	75%	-
- Aktien In- und Ausland	75%	50%
- Private Equity (neu)	15%	-*
Realwertanlagen (Eigenkapital)	50%	-
- Immobilien In- und Ausland	50%	30%/10%
- Infrastruktur (neu)	15%	
Trading & Ressourcen	15%	-*
Hedge Fonds	-	
Rohstoffe	-	
Insurance linked securities, etc.	-	

* Bisher Teil der max. 15% Quote in alt. Anlagen
Quelle: Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg, 2016

"Pensionskassen: Weniger Leistungskürzungen durch bessere Anlageergebnisse ..."

Anpassungen der BVV2-Verordnung unabdingbar

- Neuordnung der BVV2 Richtlinien nach Verwendungszweck
- Anpassungen als Impuls für strukturelle Veränderungen im Anlageverhalten

Anlageklassen börsenkotiert und privat	Begrenzung neu	Begrenzung bestehend
Fremdkapital	100%	-
- Obligationen CHF und FW	100%	100%
- Grundpfandtitel CH	50%	50%
- Private Debt (neu)	15%	-*
Aktienkapital	75%	-
- Aktien In- und Ausland	75%	50%
- Private Equity (neu)	15%	-*
Realwertanlagen (Eigenkapital)	50%	-
- Immobilien In- und Ausland	50%	30%/10%
- Infrastruktur (neu)	15%	
Trading & Ressourcen	15%	-*
Hedge Fonds	-	
Rohstoffe	-	
Insurance linked securities, etc.	-	

* Bisher Teil der max. 15% Quote in alt. Anlagen

Quelle: Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» der SBVg, 2016

Rehabilitierung nicht kotierter Anlagen

- Ja, grosser/wichtiger Teil jeder Volkswirtschaft
- Älter als kotierte Anlagen (von wegen nicht traditionell)

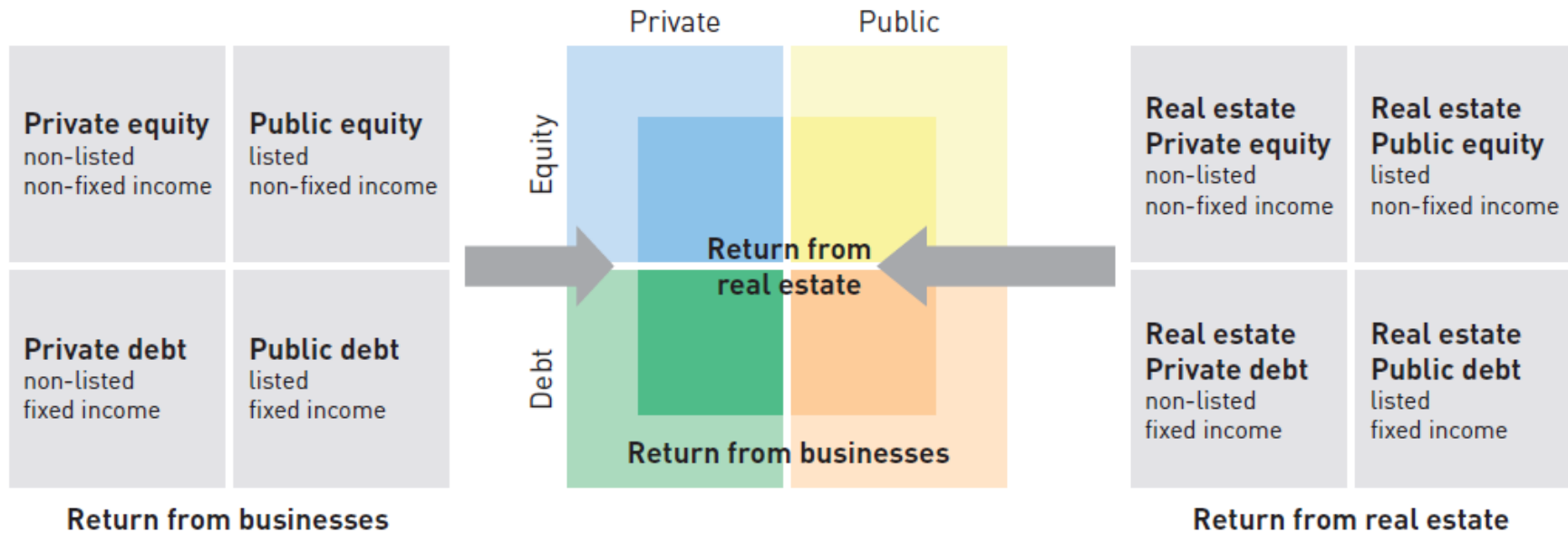
Aber: One Size does not fit all:

- unterschiedliche Illiquiditätsfähigkeit der Kassen
- Höhere Governance- und fachliche Anforderungen an nicht kotierte Anlagen

Die geringe Transparenz nicht kotierter Immobilienanlagen **stellt erhöhte Anforderung an die Governance**. Ideal ist eine klare personelle und organisatorische Trennung der strategischen Führung, des operativen Portfoliomanagements (Führung der Bewirtschaftung) und des Bewirtschaftungsunternehmens selbst.

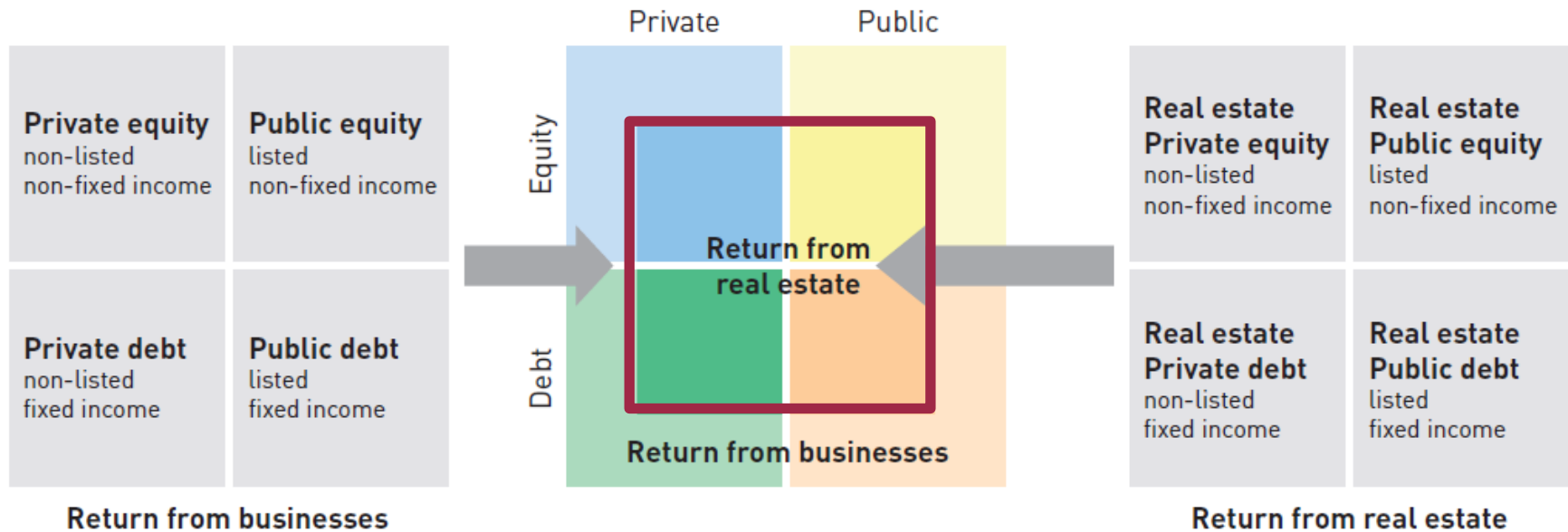
Quelle: „Immobilien“ im Fachwörterbuch Schweizer Personalvorsorge, 2015

The Double 4-Quadrant Model (D-4-Q) by CUREM



Quelle: *The Double Four-Quadrant Approach: The Systematic Integration of Real Estate Investments in the Overall Investment Universe*, Loepfe, ERES, 2007

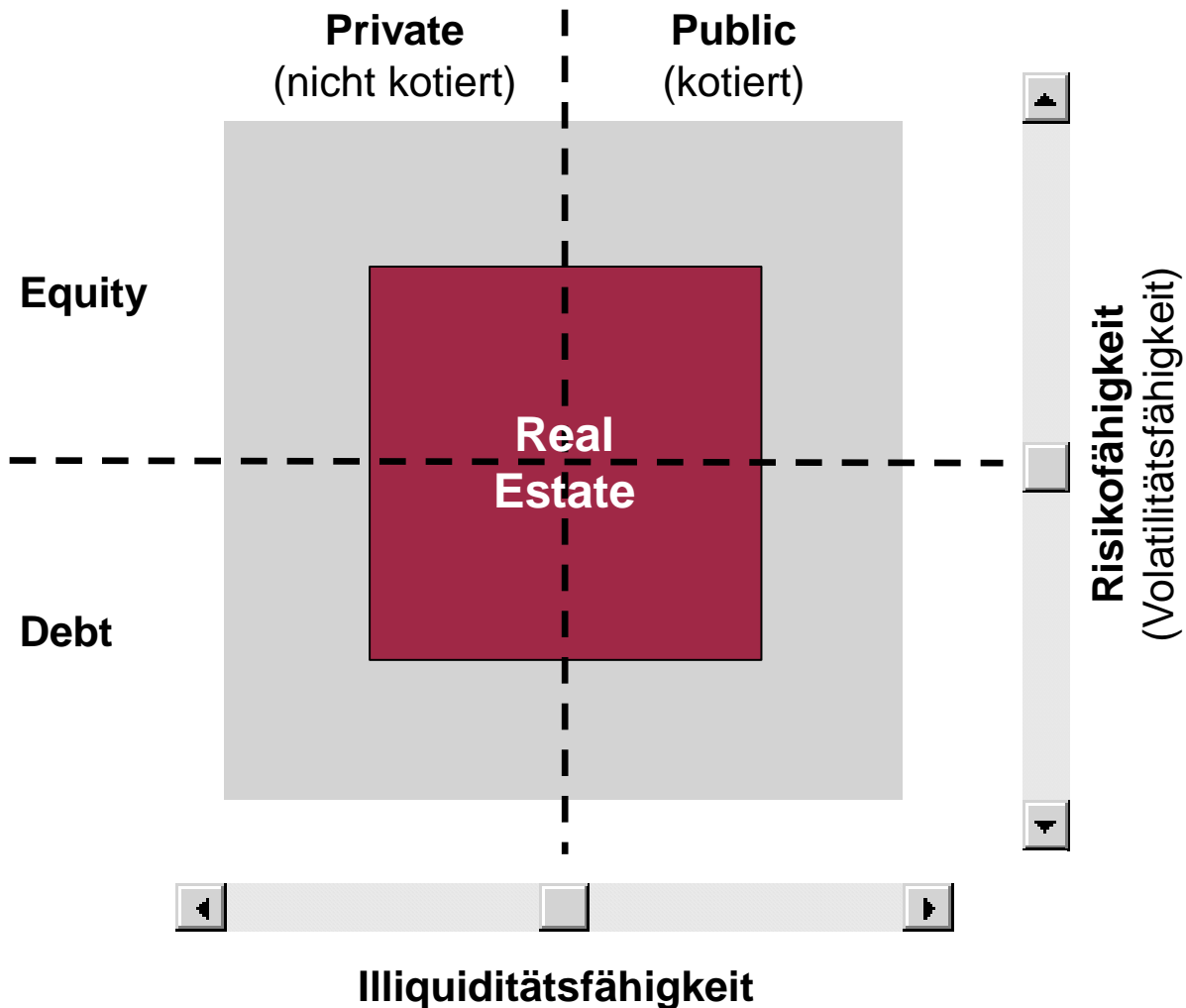
The Double 4-Quadrant Model (D-4-Q) by CUREM



Real Estate
(as an Investment)
is Money from Space over Time

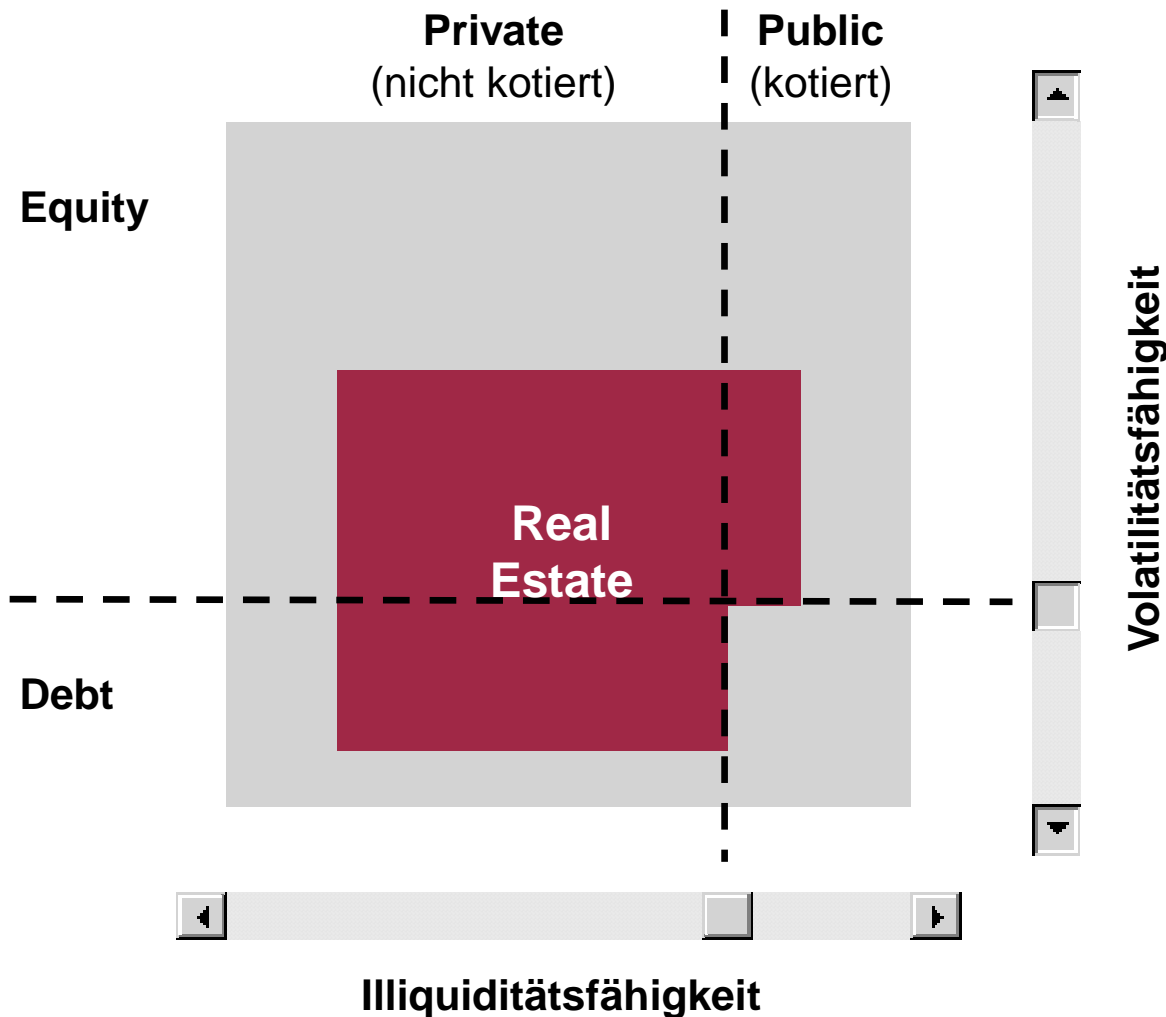
D-4-Q: Optimierung Allokation

One Size does not fit all ...



D-4-Q: Optimierung Allokation

Beispiel: Kasse mit hoher Illiquiditäts- und Volatilitätsfähigkeit (Risikofähigkeit)



Abwendung vom Marktwert – ein Sündenfall im Accounting und der Regulierung

Prof. Dr. Peter Leibfried

- KPMG-Professor und Direktor des Instituts für Accounting, Controlling und Auditing an der Universität St. Gallen
- Präsident der Fachkommission Swiss GAAP FER
- Mitglied der Oeraufsichtskommission Berufliche Vorsorge



Abwendung vom Marktwert – ein Sündenfall im Accounting?

Prof. Dr. Peter Leibfried, CPA

Institut für Accounting, Controlling und Auditing
Tigerbergstrasse 9, 9000 St. Gallen

www.aca.unisg.ch

peter.leibfried@unisg.ch



Wertbegriffe

Das Accounting kennt eine Vielzahl von marktbezogenen Wertbegriffen

- Fortgeführte historische Anschaffungskosten
- Wiederbeschaffungs-/Wiederherstellungskosten
- Einzelveräußerungswert
- Nutzwert

Die Ermittlung von Marktwerten folgt einer Wertehierarchie

- Werte für identische Vermögenswerte auf einem aktiven Markt
- Modellbasierte Wertermittlung anhand von beobachtbaren Marktparametern aus einem aktiven Markt
- Modellbasierte Wertermittlung anhand angenommener Marktparameter

Wertbegriffe

Der Hintergrund:

reliability



relevance

Aktuelle Regelungen

IFRS 16 / 40

Swiss GAAP FER 18

Betriebliches Sachanlagevermögen

- Erstbewertung zu historischen Anschaffungskosten
- Folgebewertung: planmässige Abschreibungen (IFRS Wahlrecht Marktwerte)
- Zusätzlich Impairment-Test

Renditeliegenschaften

- Erstbewertung zu historischen Anschaffungskosten
- Folgebewertung wahlweise
 - planmässige Abschreibungen und Impairment-Test oder
 - laufende Neubewertung zum Marktwert

Aktuelle Regelungen

Finanzvermögen IFRS 9

- Aktiver Handelsbestand zu Marktwerten
- Langfristige Fremdkapitalposition zu fortgeführten Anschaffungswerten, u.U. Wahlrecht zu Marktwerten, Impairment-Test
- Sonstige Anlagepositionen zu Marktwerten

Finanzvermögen Swiss GAAP FER 2

- Wertschriften des Umlaufvermögens zu Marktwerten
- Wertschriften des Anlagevermögens Wahlrecht Anschaffungskosten / Marktwerte
- Sonstige Finanzanlagen Anschaffungskosten

Aktivpositionen Vorsorgeeinrichtungen FER 26

- Zu aktuellen Werten, sofern verfügbar
 - Hilfsweise zu fortgeführten Anschaffungskosten
 - FER 26.13 – Der aktuelle Wert von Immobilien und anderen Vermögensgegenständen ohne regelmässigen öffentlichen Handel wird nach dem zu erwartenden Ertrag bzw. Geldfluss unter Berücksichtigung eines risikogerechten Kapitalisierungszinssatzes ermittelt, durch Vergleich mit ähnlichen Objekten geschätzt oder nach einer anderen allgemein anerkannten Methode berechnet.
-

Fazit

- Das Accounting hat die Festlegung von Bewertungsmethoden für Vermögenswerte nicht exklusiv für sich „gepachtet“
- In der Regel werden abstrakte Vorgaben gemacht („Prinzipien“), die von der Praxis mit Leben („Regeln“) zu füllen sind. „True and fair view“ ist vor allem eine Zielvorgabe, und keine Wegbeschreibung.
- Sollten sich am Markt andere Regelungen für die Marktbewertung durchsetzen als bislang, würde das Accounting es sicher nicht besser wissen wollen. *Rechnungslegung möchte die Realität möglichst exakt spiegeln – sie möchte aber keine eigene Wirklichkeit kreieren.*
- Allerdings: eine derzeit herrschende Marktbewertung zu ignorieren ist keine Option – Accountants nehmen nicht für sich in Anspruch, bei Bewertungsfragen schlauer zu sein als der Markt.

Risiko und Regulierung bei Pensionskassen

André Tapernoux

- Leiter Pensionskassenberatung bei Mercer (Schweiz)
- 2012 bis 2015 Leiter Risk Management bei der Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge OAK BV



HEALTH WEALTH CAREER

RISIKO UND REGULIERUNG BEI VORSORGE- EINRICHTUNGEN

CUREM – CENTER FOR
URBAN & REAL ESTATE
MANAGEMENT

4. Mai 2017

André Tapernoux
Wealth Leader Switzerland

REFERENT



**ANDRÉ
TAPERNOUX**

eidg. dipl. Pensions-
versicherungsexperte

André Tapernoux leitet seit 1. Februar 2016 die Pensionskassenberatung von Mercer. Zuvor war er als Leiter Risk Management bei der Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge OAK BV tätig.

Von 2002 – 2012 arbeitete er als Pensionsversicherungsexperte bei Mercer in Zürich und Seattle (USA).

Seine heutige Tätigkeit umfasst die Gesamtberatung in Fragen der beruflichen Vorsorge und der Sozialversicherungen sowie die Ausarbeitung von versicherungstechnischen Berichten nach Schweizer und internationaler Rechnungslegung.

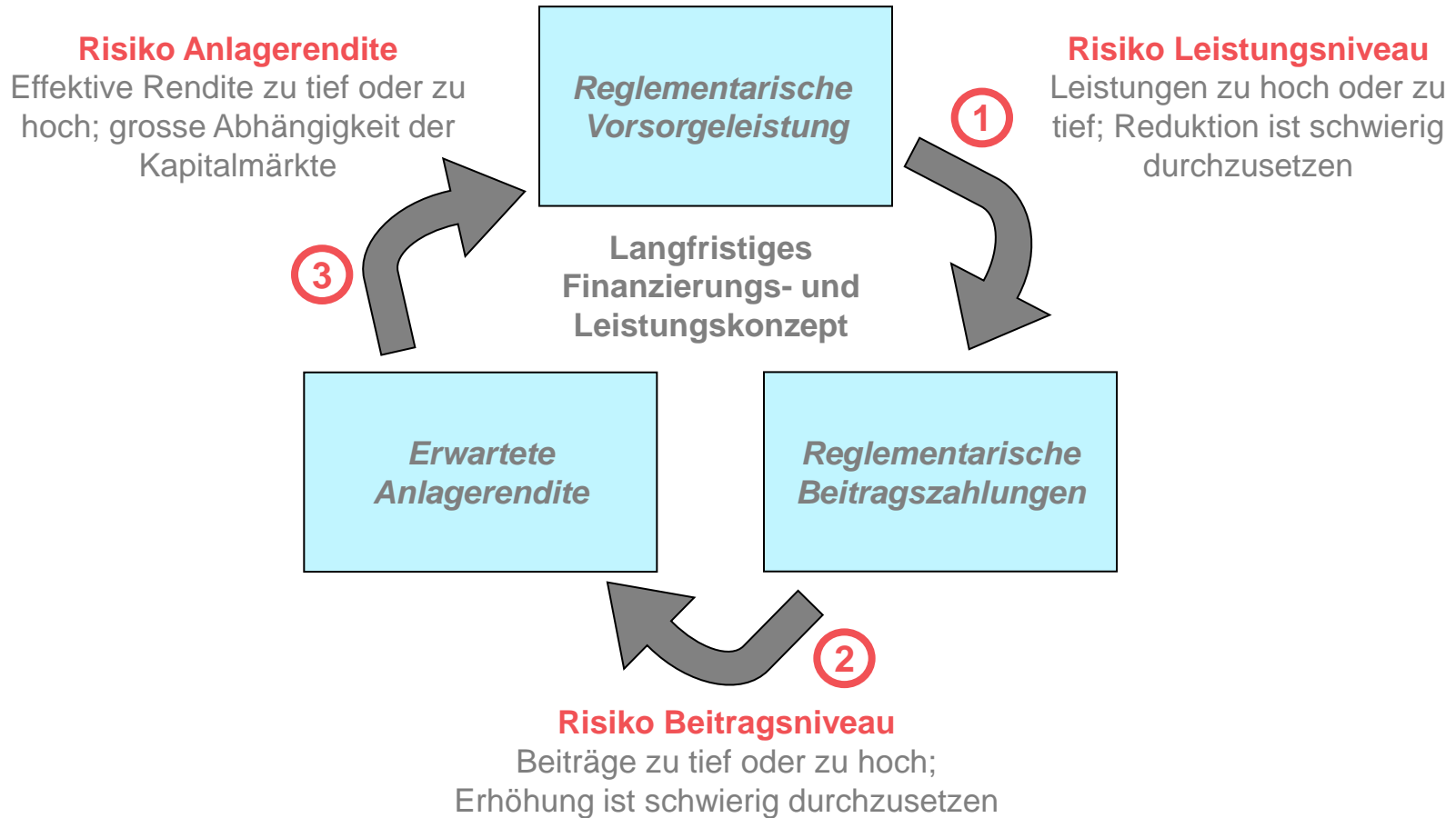
Ausserdem ist er verantwortlicher Aktuar für einige Rückversicherungs-Captives in der Schweiz und im Fürstentum Liechtenstein.

Herr Tapernoux ist eidg. dipl. Pensionsversicherungsexperte, Mitglied der Kammer der Pensionsversicherungsexperten SKPE und Aktuar SAV.

A young man with short brown hair, wearing a light blue button-down shirt, is smiling and looking towards a group of people. He is holding a tablet computer in his hands. The background is a modern office hallway with large windows and recessed ceiling lights. The scene is brightly lit and professional.

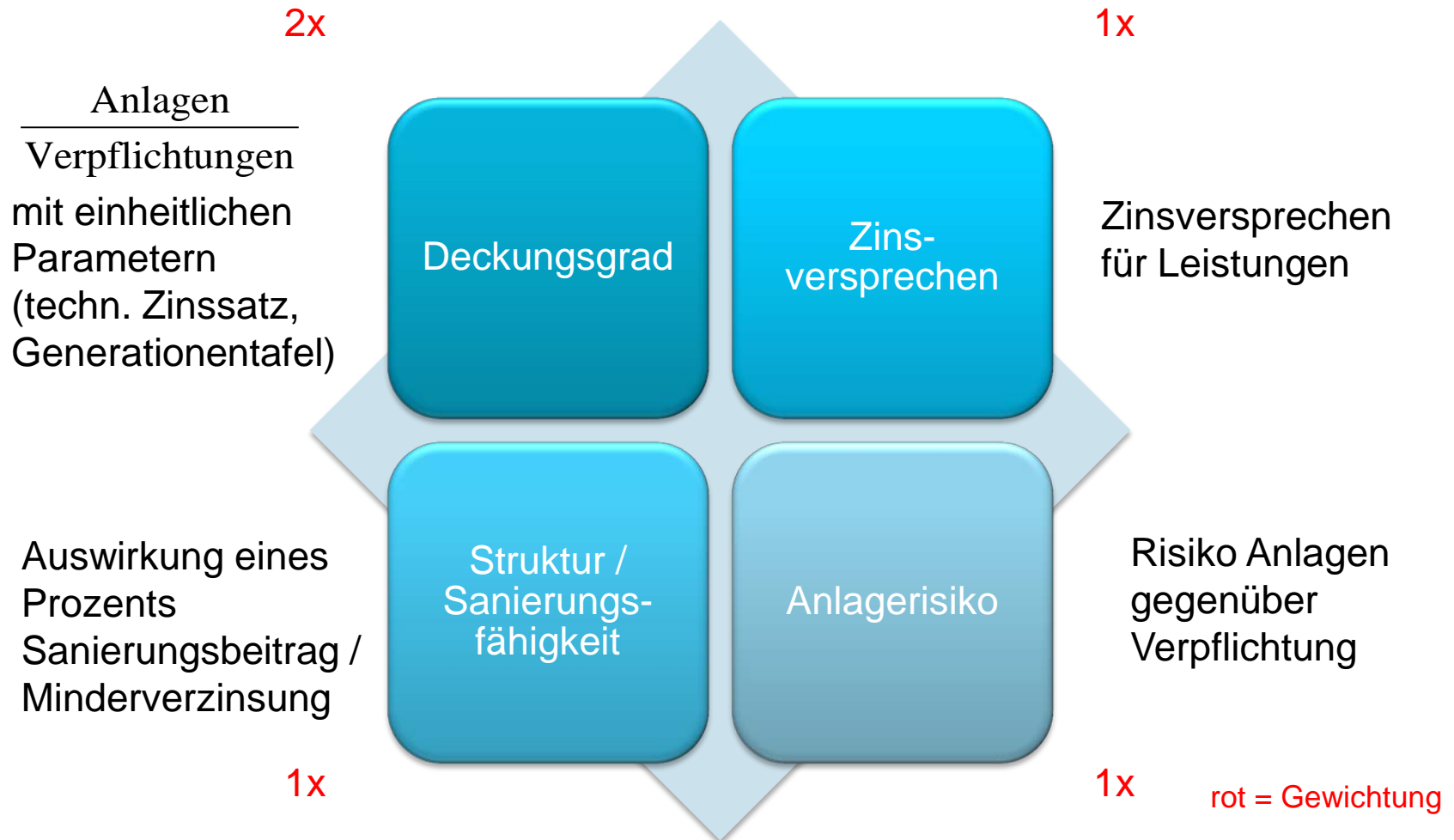
BASIS: RISIKO UND SOLVENZTESTS

WO IST DAS WIRKLICHE RISIKO EINER VORSORGEEINRICHTUNG?

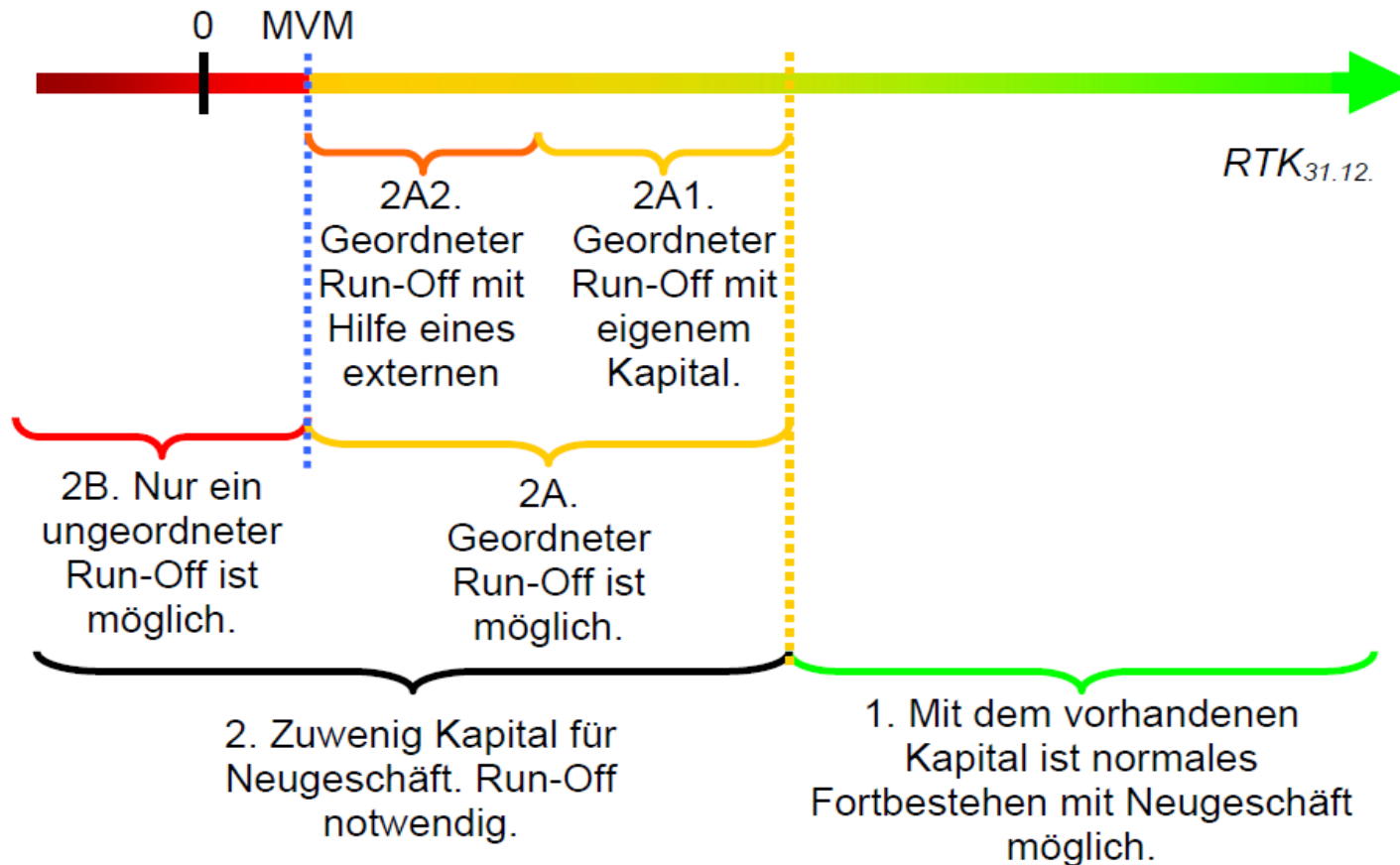


Quelle: Urs Schaffner: Finanzielle Führung von Pensionskassen, Orell Füssli 2011

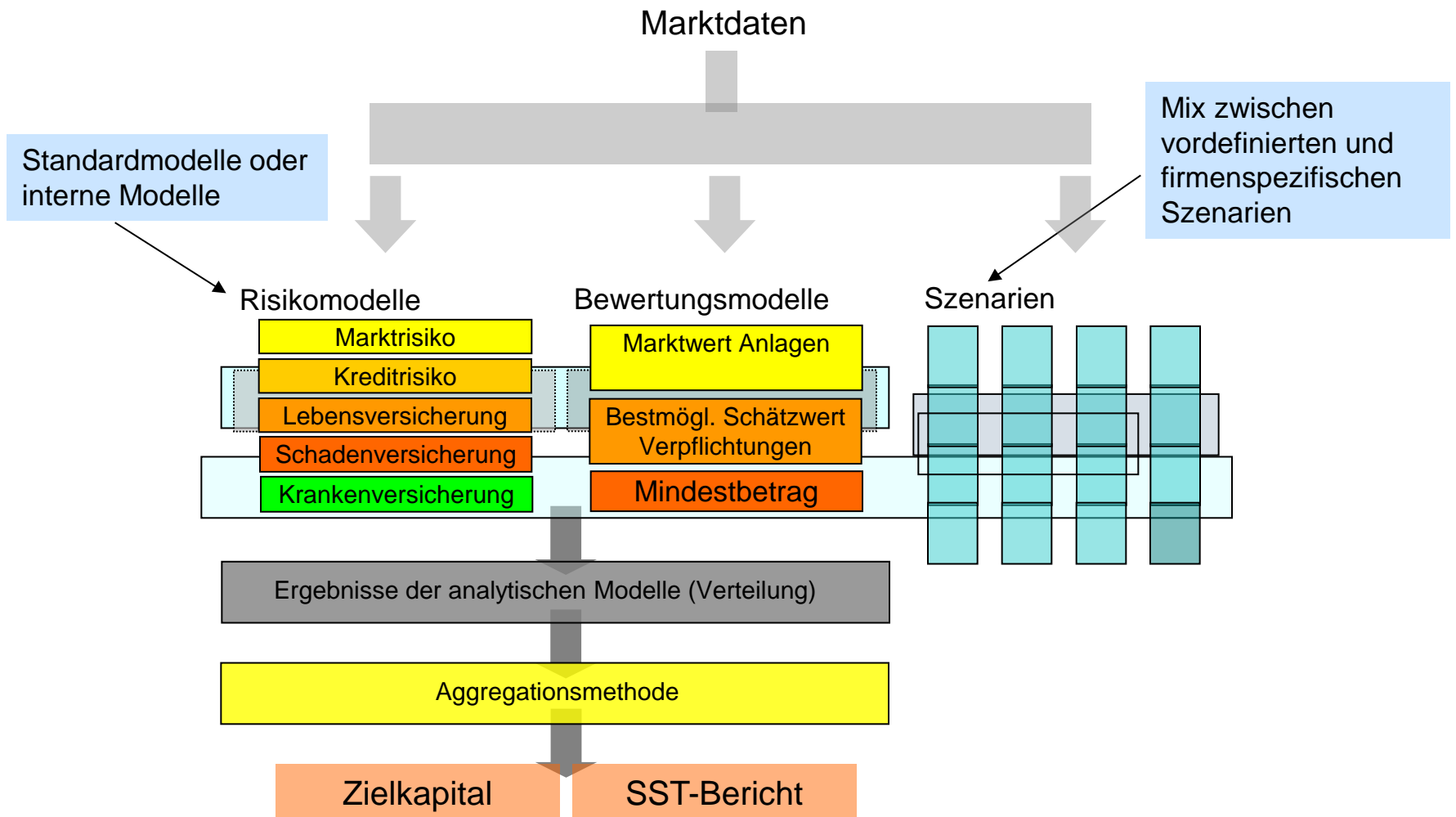
RISIKOPARAMETER FINANZIELLE LAGE (OAK BV)



IDEE EINES SOLVENZTESTS



ABLAUF SOLVENZTEST



Quelle: FINMA, leicht abgeändert

AUFSICHTSSYSTEM - NIEDERLANDE UND SCHWEIZ

Niederlande

Zentralisiert bei der DNB (De Nederlandsche Bank)

Hat Kontroll- und nicht nur Informationsrechte

Ziel der Reduktion von VE („economies of scale“)

Gibt Berechnungsparameter vor

Prüfung der Solvenz

Hohe Anforderungen an die Vorsorgeeinrichtungen

Schweiz

Regionale Aufsicht

Im Wesentlichen nur Informationsrechte

Freiheit der Organisation („small is beautiful“)

Gibt nur Rahmenrichtlinien vor

Keine Solvenzprüfung

Anforderungen angepasst an Vorsorgesituation



CASH- UND CAPITAL-RETURNS –
NEUE REGULIERUNG?

MEHR PRÜFUNG IN DER SCHWEIZ?

Artikel 53e^{bis} Übernahme von Rentnerbeständen

¹ Vorsorgeeinrichtungen dürfen Rentnerbestände zur selbstständigen Weiterführung nur übernehmen, sofern die entsprechenden Verpflichtungen ausreichend finanziert sind und die notwendigen finanz- und versicherungstechnischen Rückstellungen und Reserven vorhanden sind.

² Die Aufsichtsbehörde prüft, ob die Bedingungen für die Übernahmen nach Absatz 1 erfüllt sind, und genehmigt die Übernahme mit einer Verfügung. Die Verfügung bringt sie der bisher zuständigen Aufsichtsbehörde und dem Sicherheitsfonds zur Kenntnis.

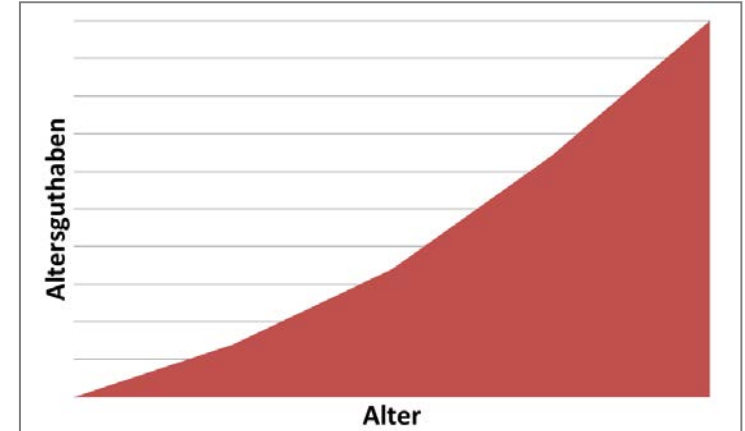
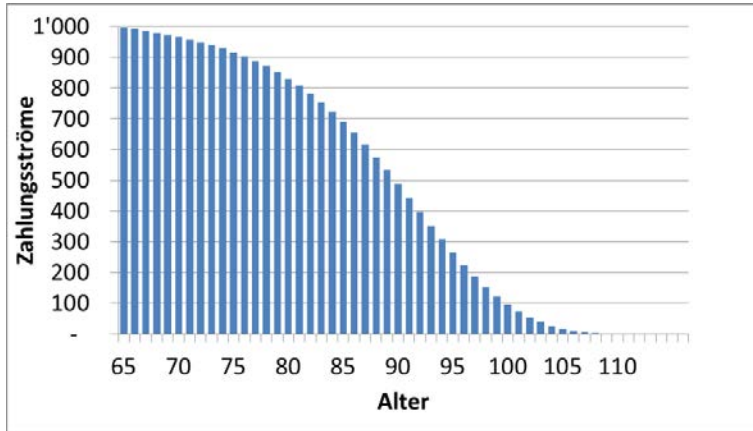
³ Die Aufsichtsbehörde wacht darüber, dass die Vorsorgeeinrichtung die Rentenverpflichtungen jederzeit erbringen kann und dass die Rückstellungen und die Reserven nach Absatz 1 für den übernommenen Rentnerbestand reserviert bleiben. Sie kann entsprechende Massnahmen anordnen.

⁴ Der Bundesrat regelt die Einzelheiten für die Übernahme und die Führung von Rentnerbeständen, insbesondere die Anforderungen an die ausreichende Finanzierung der Rentenverpflichtungen und die Art der Rückstellungen sowie die Höhe der Rückstellungen und Schwankungsreserven. Er kann Bestimmungen über die aufsichtsrechtliche Genehmigung erlassen und den Einbezug der Revisionsstelle regeln.

⁵ Die Obergerichtskommission kann Weisungen für die Übernahme von Rentnerbeständen erlassen.

Quelle: Bundesrat, Vernehmlassung vom 5.4.2017

NEUE REGULIERUNG: TRENNUNG CASH- UND CAPITAL-RETURNS?

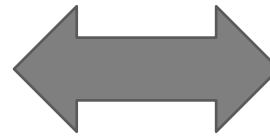


Rentnerkasse

- Cash Flows bekannt
- Langfristige Anlage
- Ausreichende Rückstellungen
- Geeignete Kapitalanlagen: v.a. Cash?

Kasse mit Aktiven

- Cash Flows i.A. unbekannt
- Risiko (Teil-)Liquidation
- Beiträge / Rendite / Leistungen
- Schwankungen zulässig
- Geeignete Kapitalanlagen: v.a. Capital?



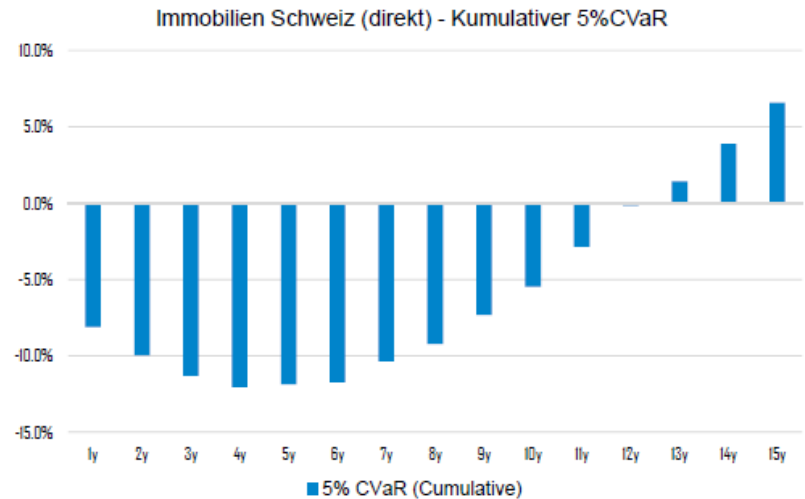
**“Gemischte”
Vorsorgeeinrichtung**

Outlook: Deckungsgrad: das Mass aller Dinge?

Zur Erinnerung:

**Je länger der Anlagehorizont,
desto höher die Risikofähigkeit,
desto höher die Renten der Versicherten**

- Ein jährlicher Solvenztest (Erreichung ökonomischer DG mind. 100%) reduziert den Anlagehorizont "kritischer Kassen" auf ein Jahr.
 - Dies gilt auch für "unkritische Kassen", die infolge Marktwert-Schwankungen in eine "kritische Phase" kommen.
- Auch unkritische Kassen müssen kurze Fristen "im Auge behalten"



Quelle: Ortec Finance

Outlook: Deckungsgrad: das Mass aller Dinge?

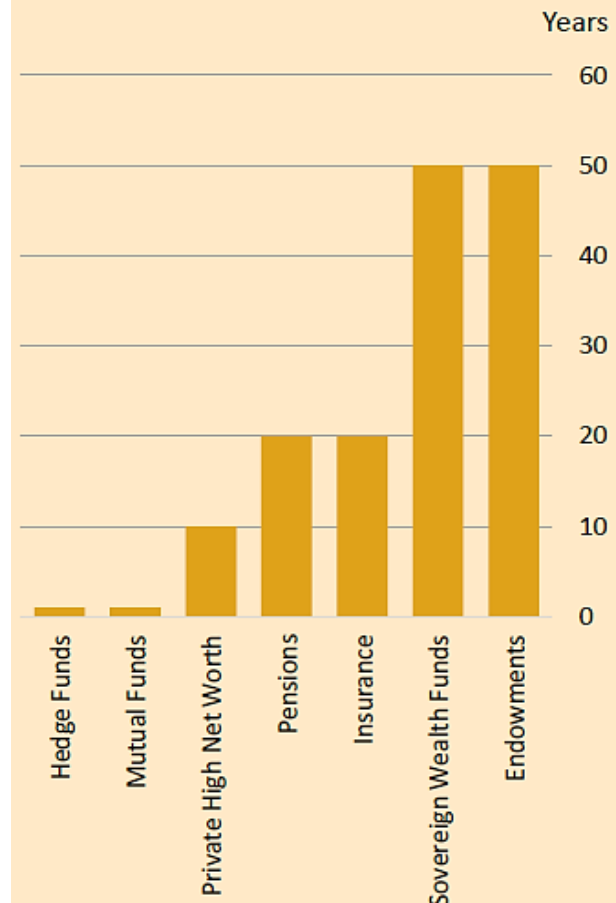
Zur Erinnerung:

**Je länger der Anlagehorizont,
desto höher die Risikofähigkeit,
desto höher die Renten der Versicherten**

- Ein jährlicher Solvenzttest (Erreichung ökonomischer DG mind. 100%) reduziert den Anlagehorizont "kritischer Kassen" auf ein Jahr.
 - Dies gilt auch für "unkritische Kassen", die infolge Marktwert-Schwankungen in eine "kritische Phase" kommen.
- Auch unkritische Kassen müssen kurze Fristen "im Auge behalten"

Fig. 3: Average Liability Lengths of Leading Asset Owners

Asset Owners Have Long-Liabilities



Outlook: Vom Deckungsgrad zur "Deckungszeit"

publica

Übersicht: Regulatorisches Umfeld von Schweizer PKs

Art. 65 Abs. 2bis BVG: Grundsatz der Vollkapitalisierung (Deckungsgrad >100%)

Art. 65c Abs. 1 BVG: Eine zeitlich begrenzte Unterdeckung ist zulässig, wenn

- a) sichergestellt ist, dass die Leistungen bei Fälligkeit erbracht werden können.
- b) die Vorsorgeeinrichtung **Massnahmen ergreift**, um die Unterdeckung in einer **angemessenen Frist zu beheben**.

Gemäss der Weisung (W-03/2014) der OBERAUFSICHTSKOMMISSION BERUFLICHE VORSORGE wurde die Fachrichtlinie FRP 6 der Schweizerischen Kammer der Pensionskassen-Experten (SKPE) zum Mindeststandard erklärt. Eine Überschreitung einer Sanierungsfrist von 10 Jahren darf nur in Ausnahmefällen und in Absprache mit der Aufsichtsbehörde erfolgen.

Je länger die Leistungen durch die (Kapital-)Einnahmen gedeckt sind, ("Deckungszeit"), desto höher ist die Illiquiditätsfähigkeit.

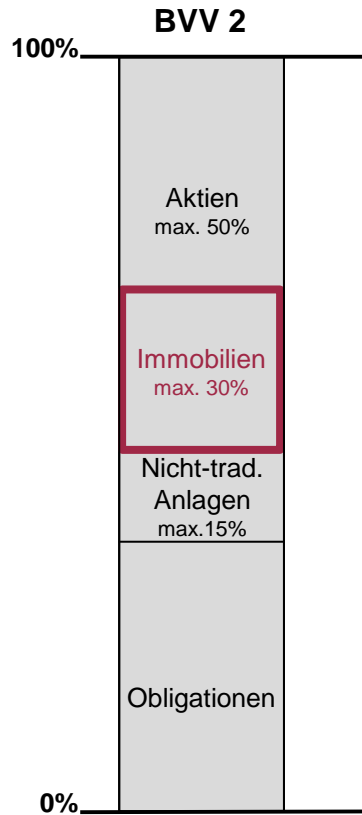
Die "Deckungszeit" und damit der Anlagehorizont kann durch ein geschicktes einkommensorientiertes Anlage-Management ausgedehnt werden.



Outlook: Stock-Flow ALM

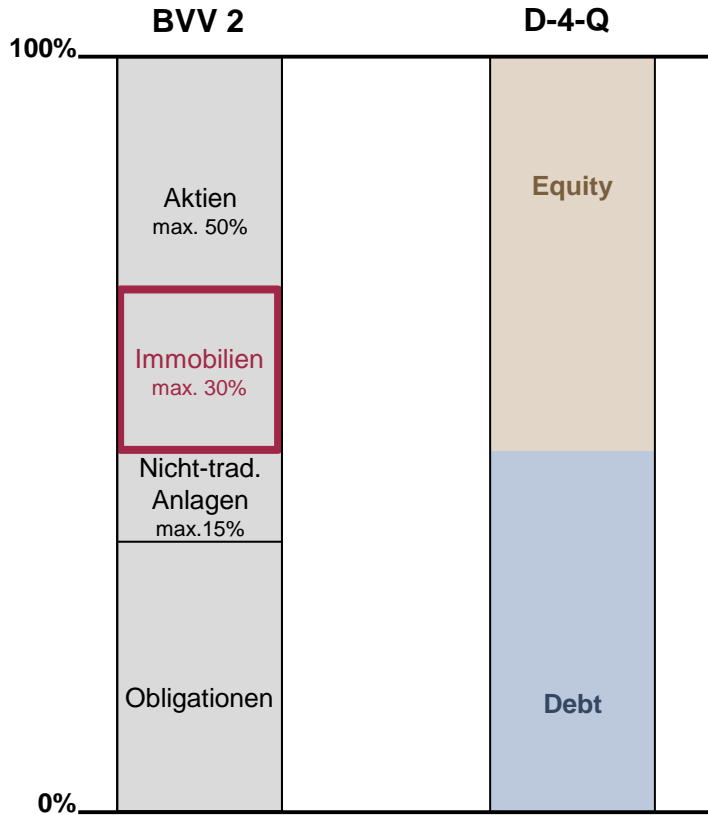
Outlook: Stock-Flow ALM

Capital Allocation (Stock)



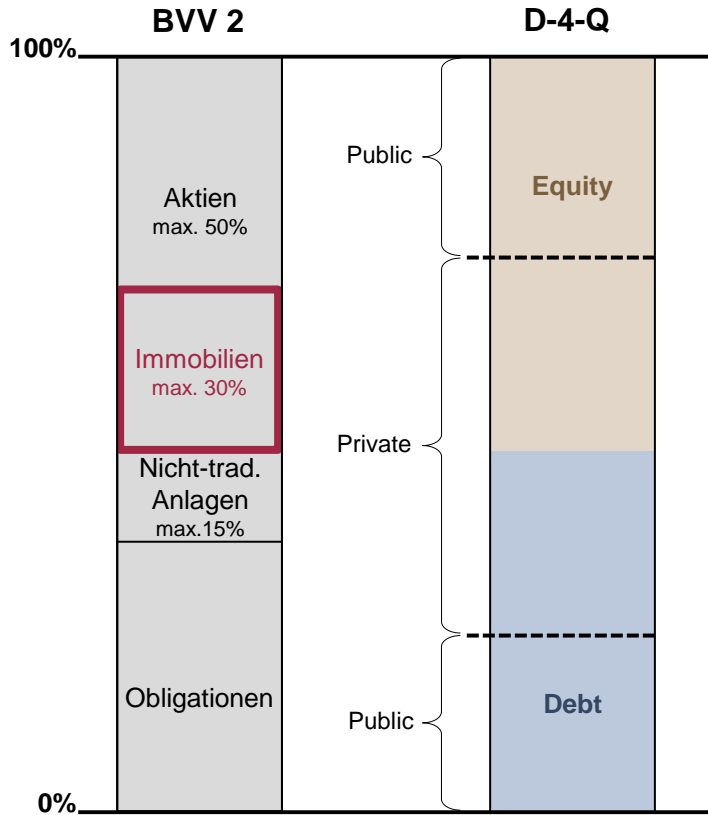
Outlook: Stock-Flow ALM

Capital Allocation (Stock)



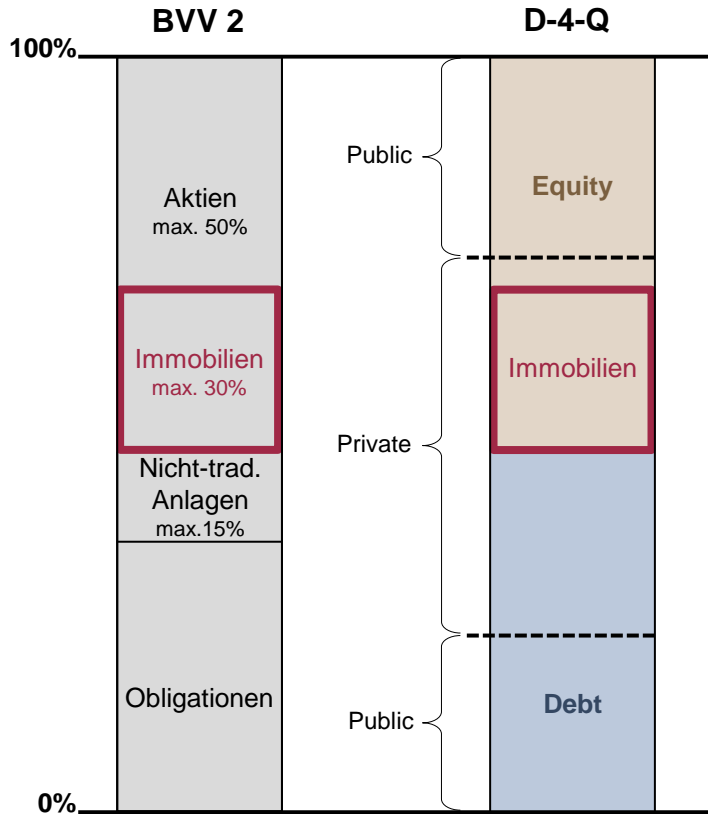
Outlook: Stock-Flow ALM

Capital Allocation (Stock)



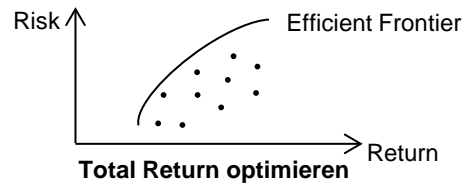
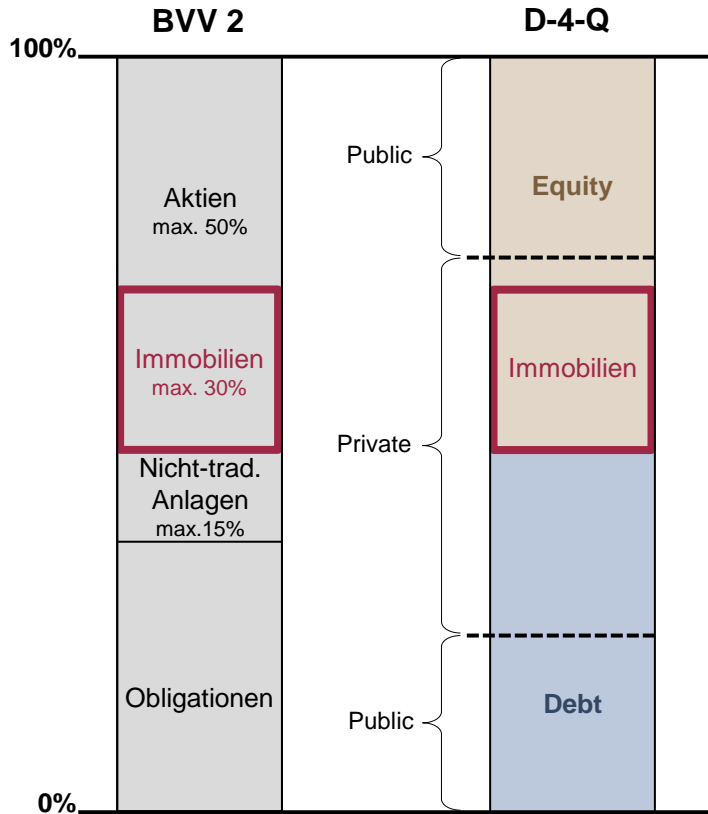
Outlook: Stock-Flow ALM

Capital Allocation (Stock)



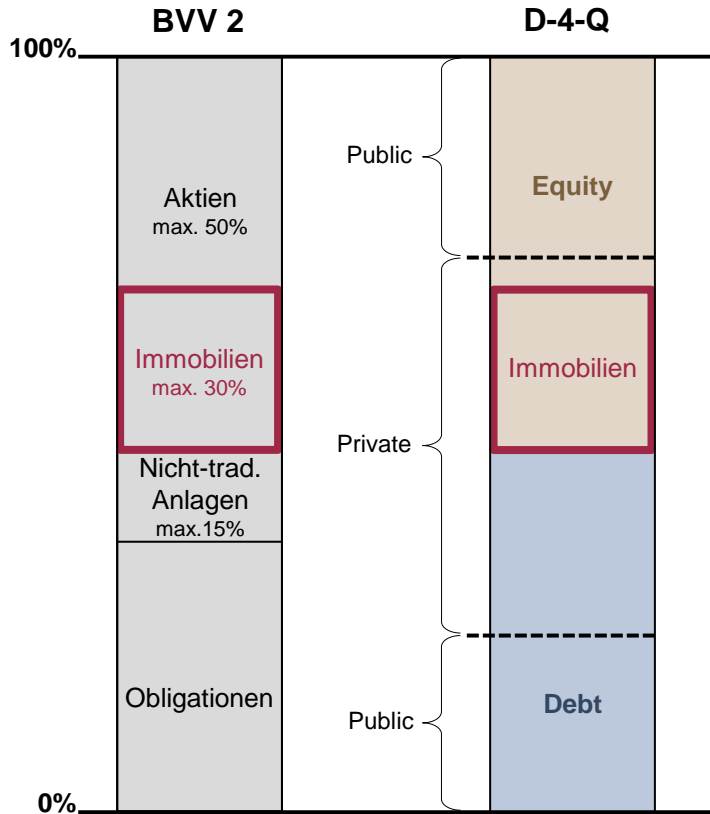
Outlook: Stock-Flow ALM

Capital Allocation (Stock)

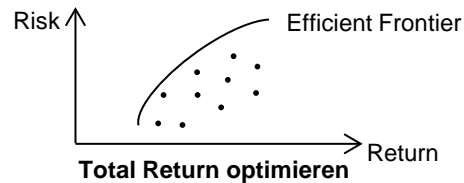
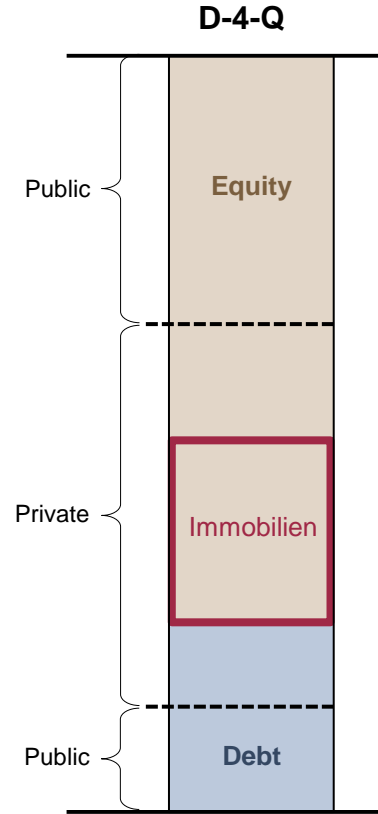


Outlook: Stock-Flow ALM

Capital Allocation (Stock)

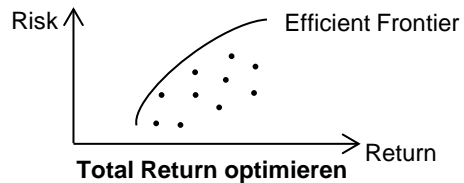
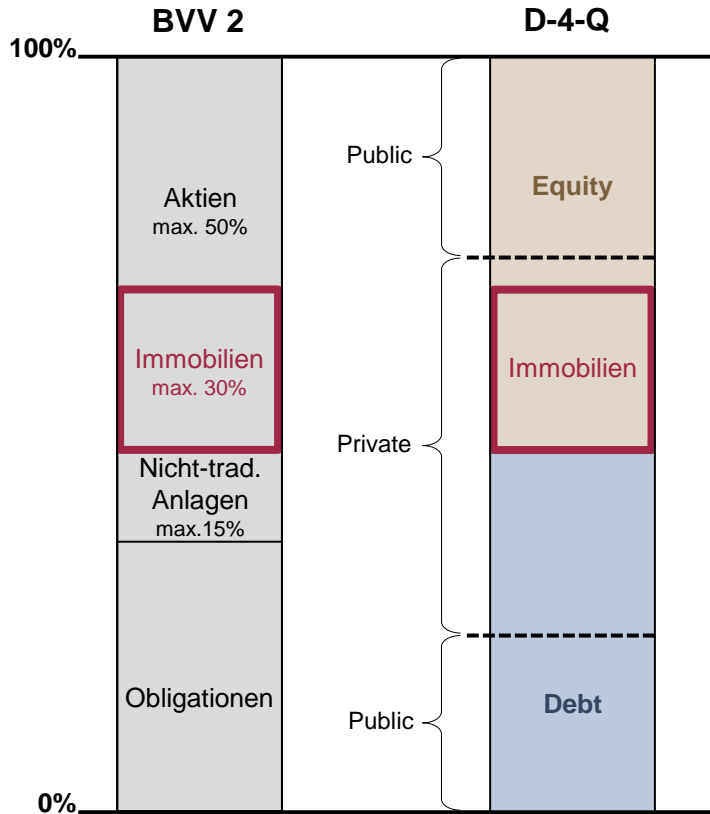


Cashflow Distribution

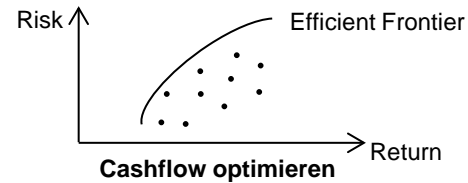
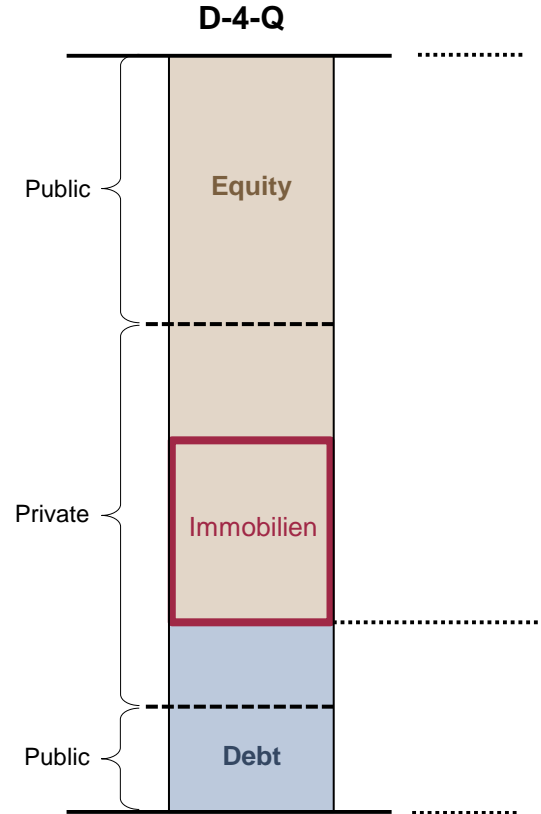


Outlook: Stock-Flow ALM

Capital Allocation (Stock)

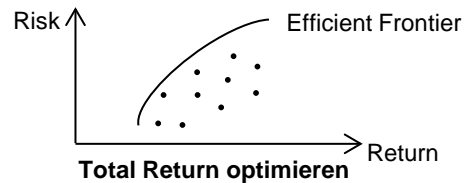
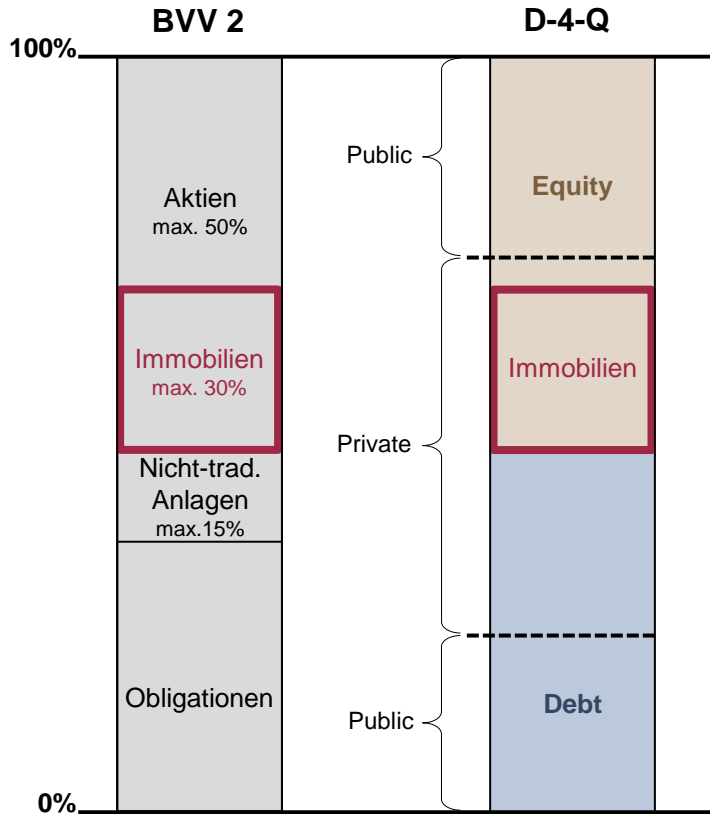


Cashflow Distribution

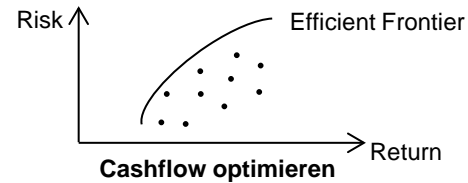
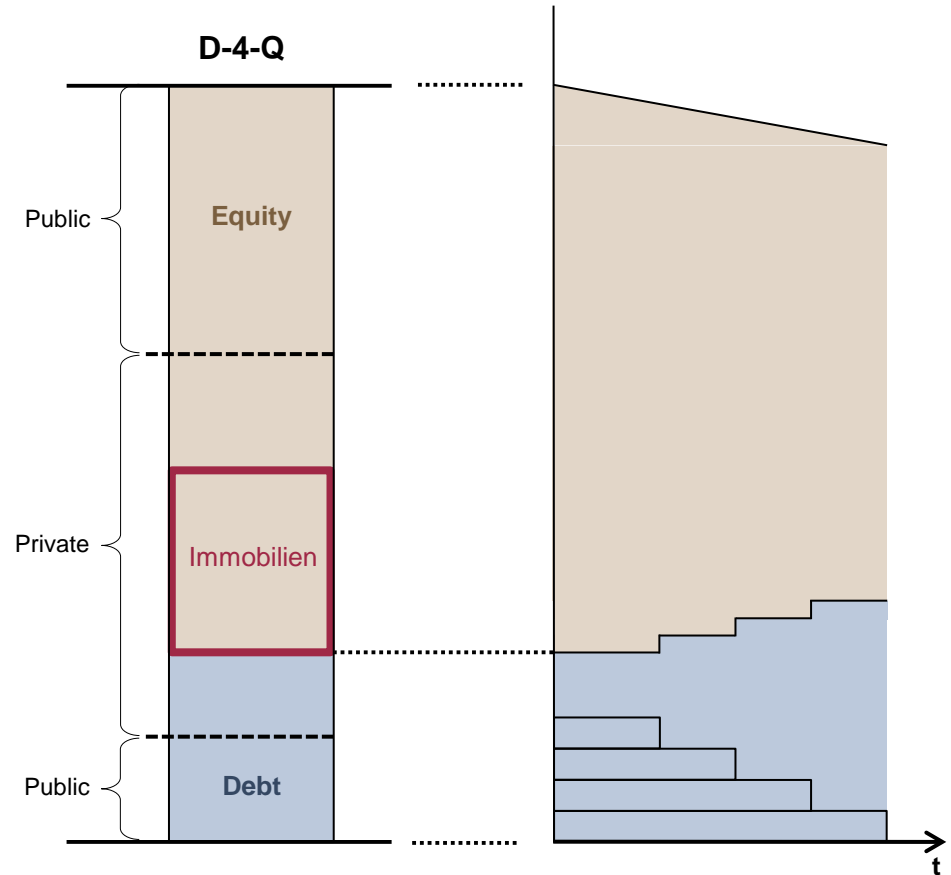


Outlook: Stock-Flow ALM

Capital Allocation (Stock)

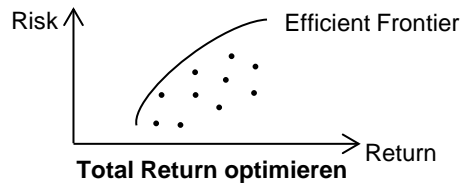
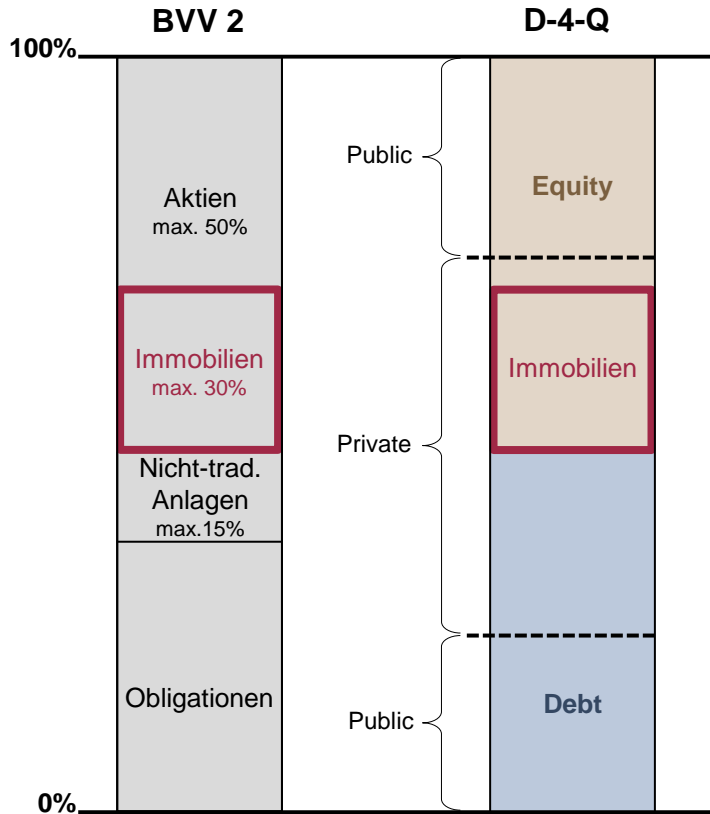


Cashflow Distribution

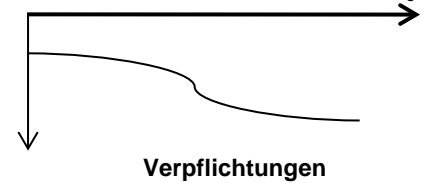
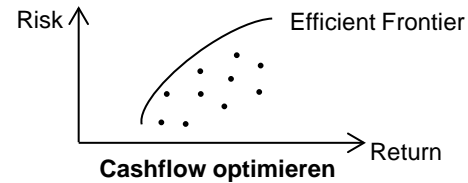
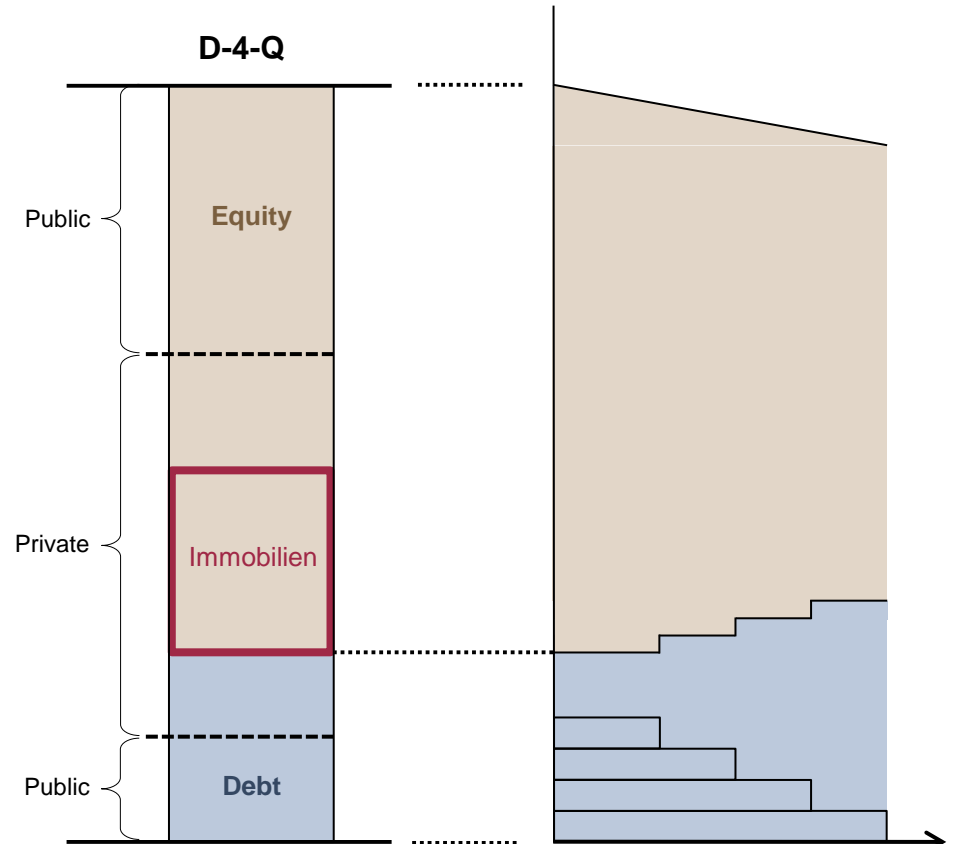


Outlook: Stock-Flow ALM

Capital Allocation (Stock)

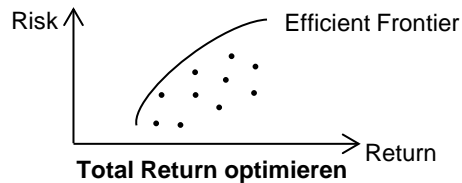
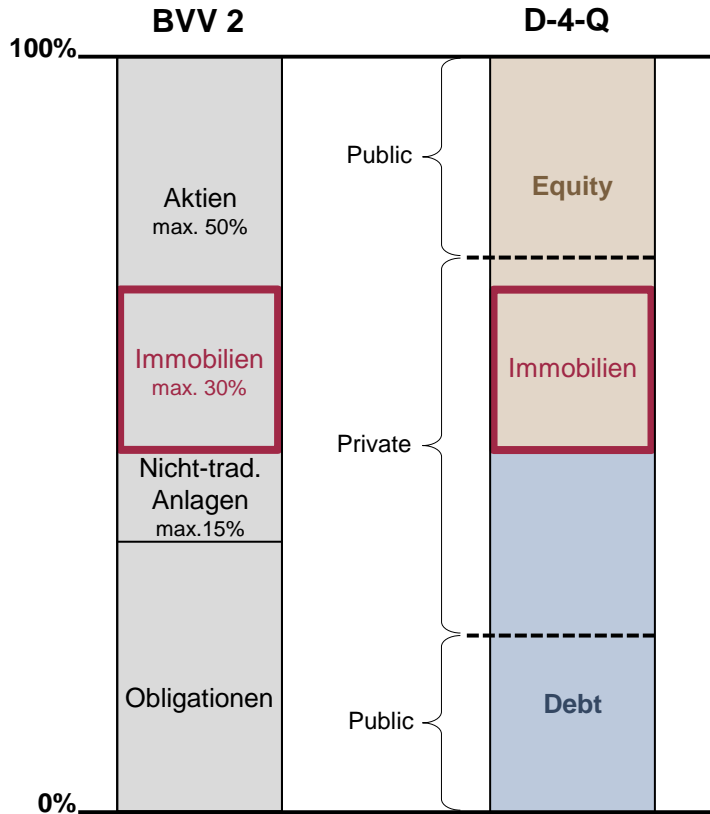


Cashflow Distribution

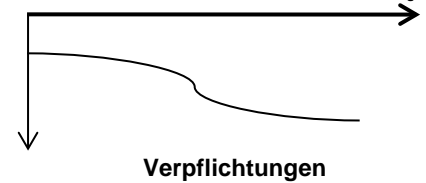
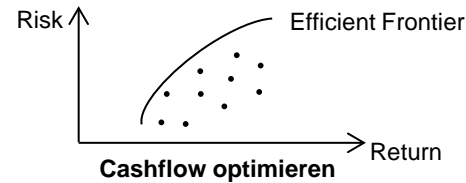
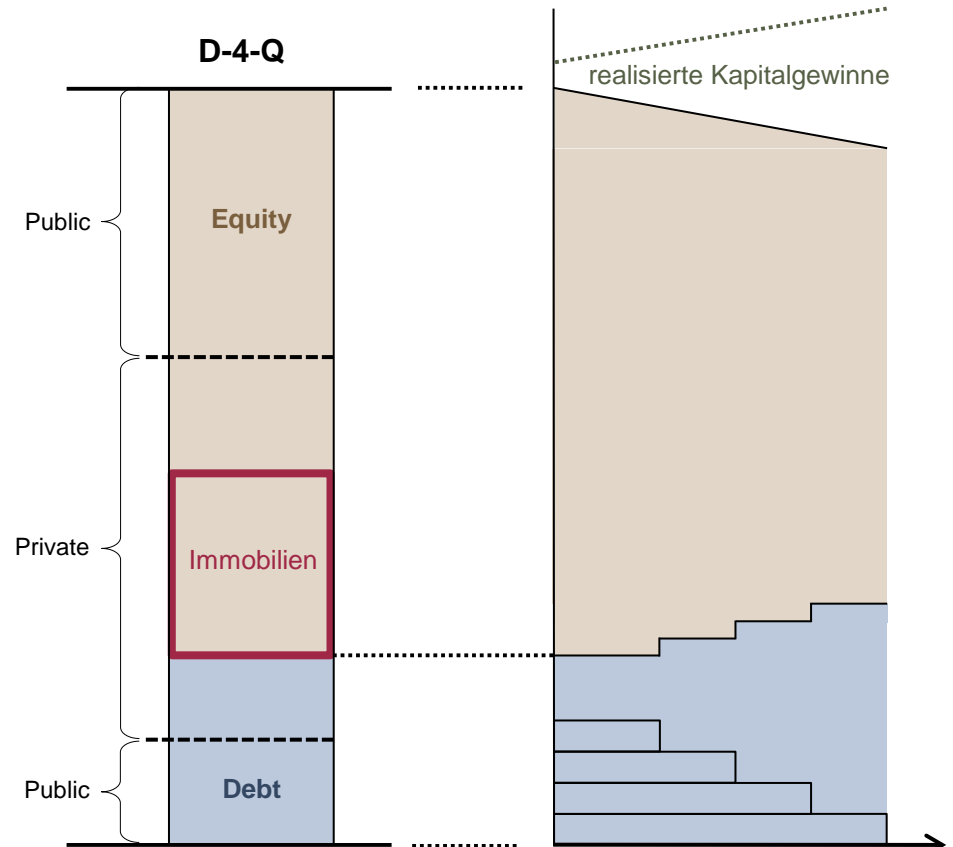


Outlook: Stock-Flow ALM

Capital Allocation (Stock)



Cashflow Distribution

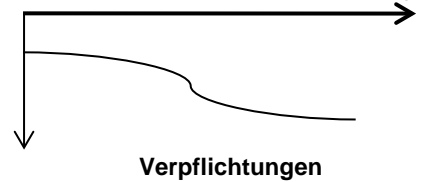
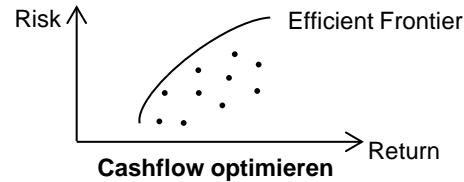
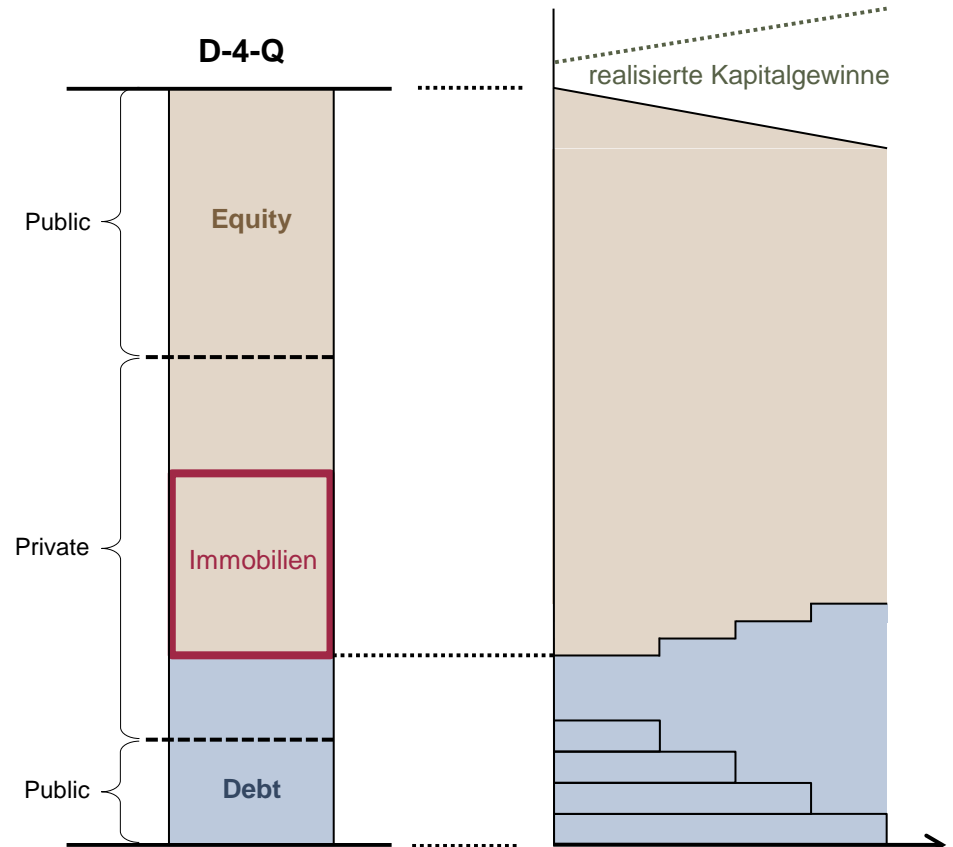
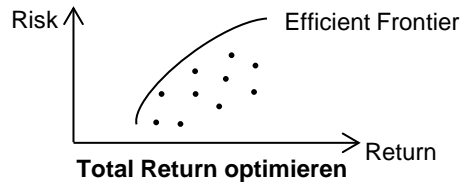
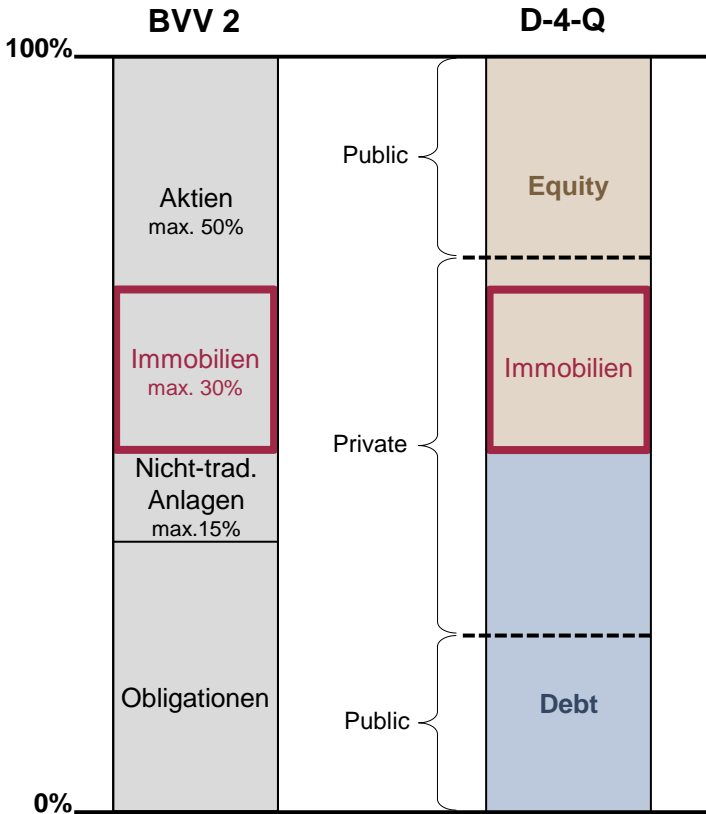


Outlook: Stock-Flow ALM

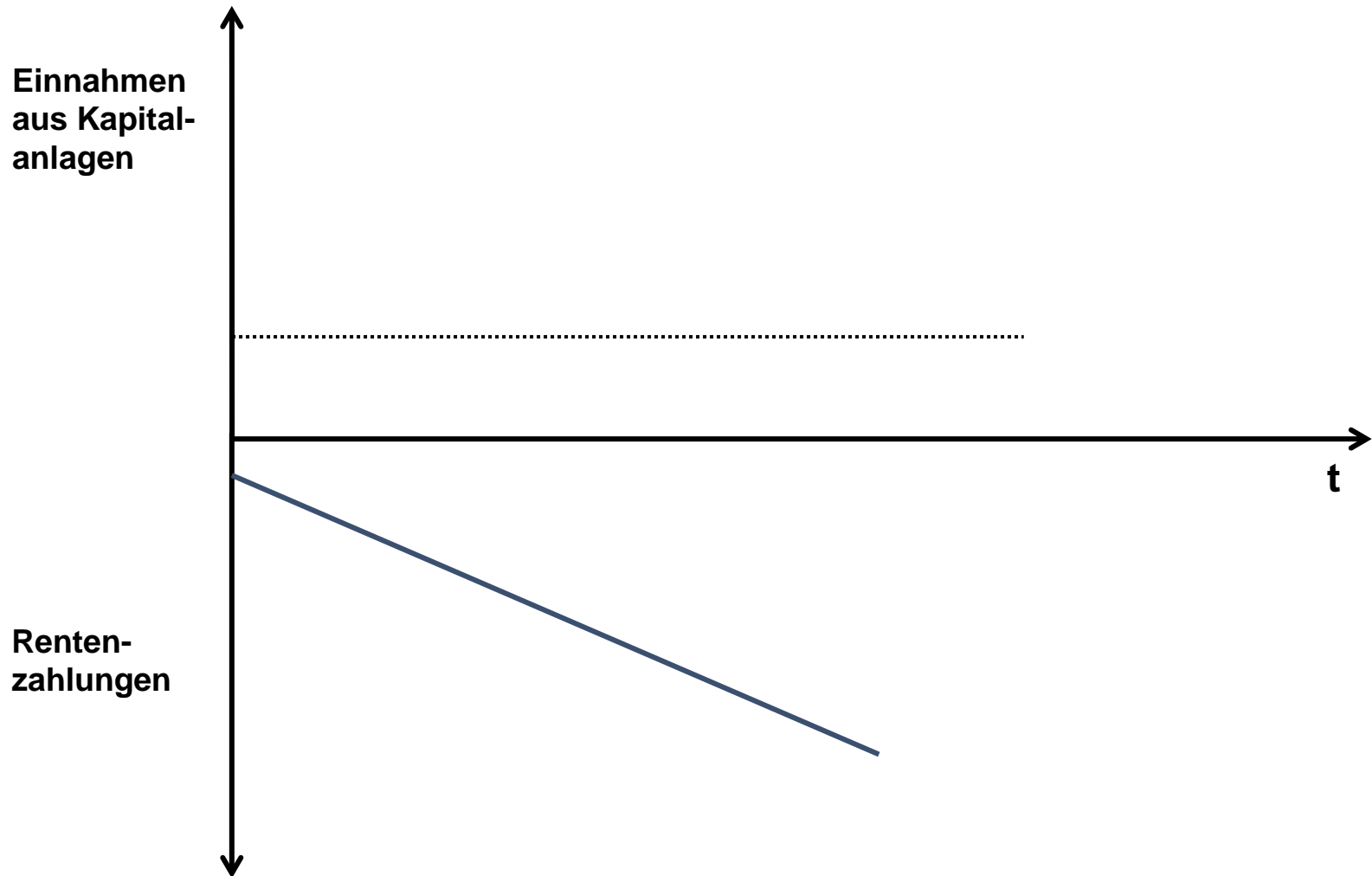
Capital Allocation (Stock)



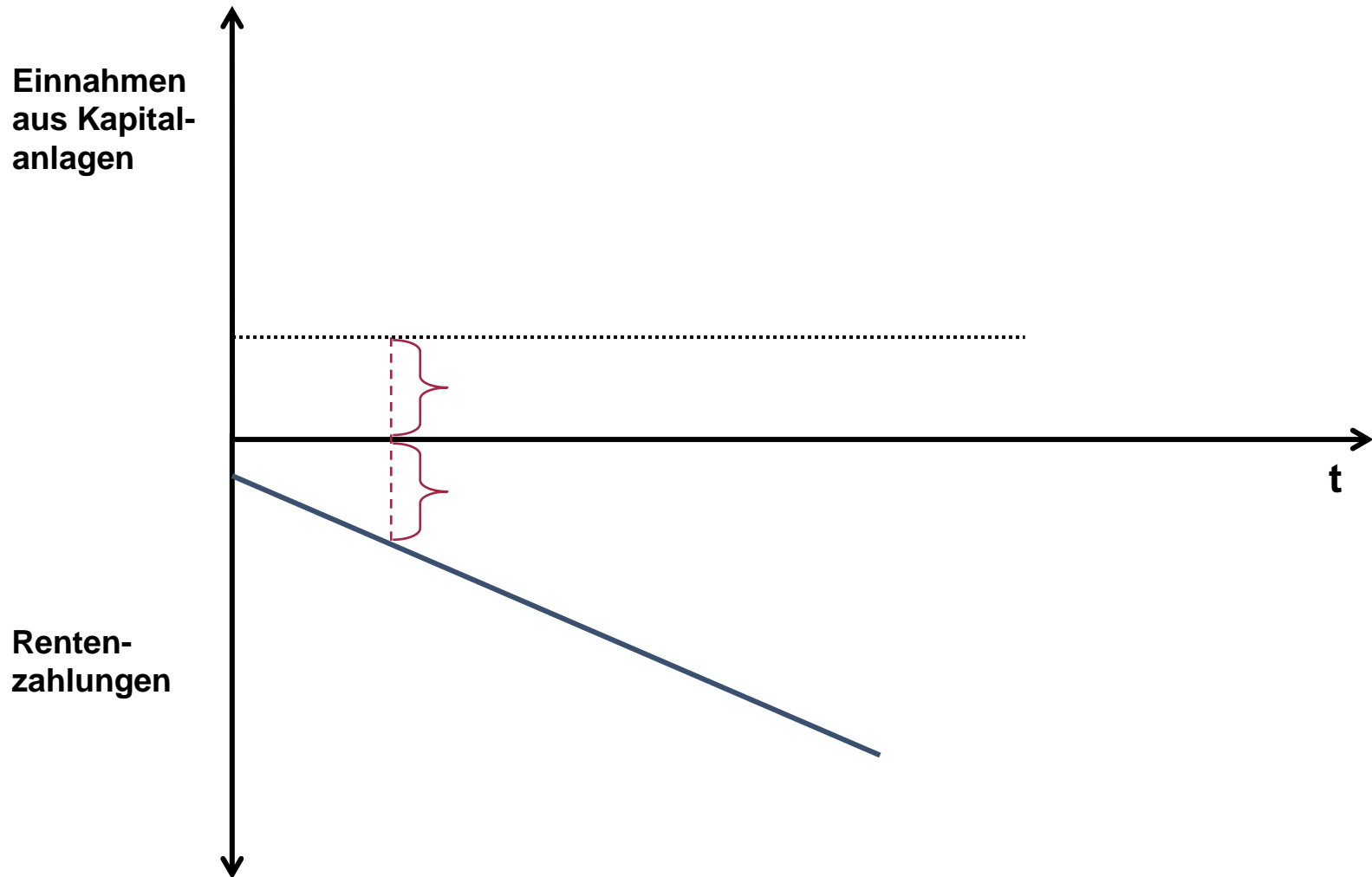
Cashflow Distribution



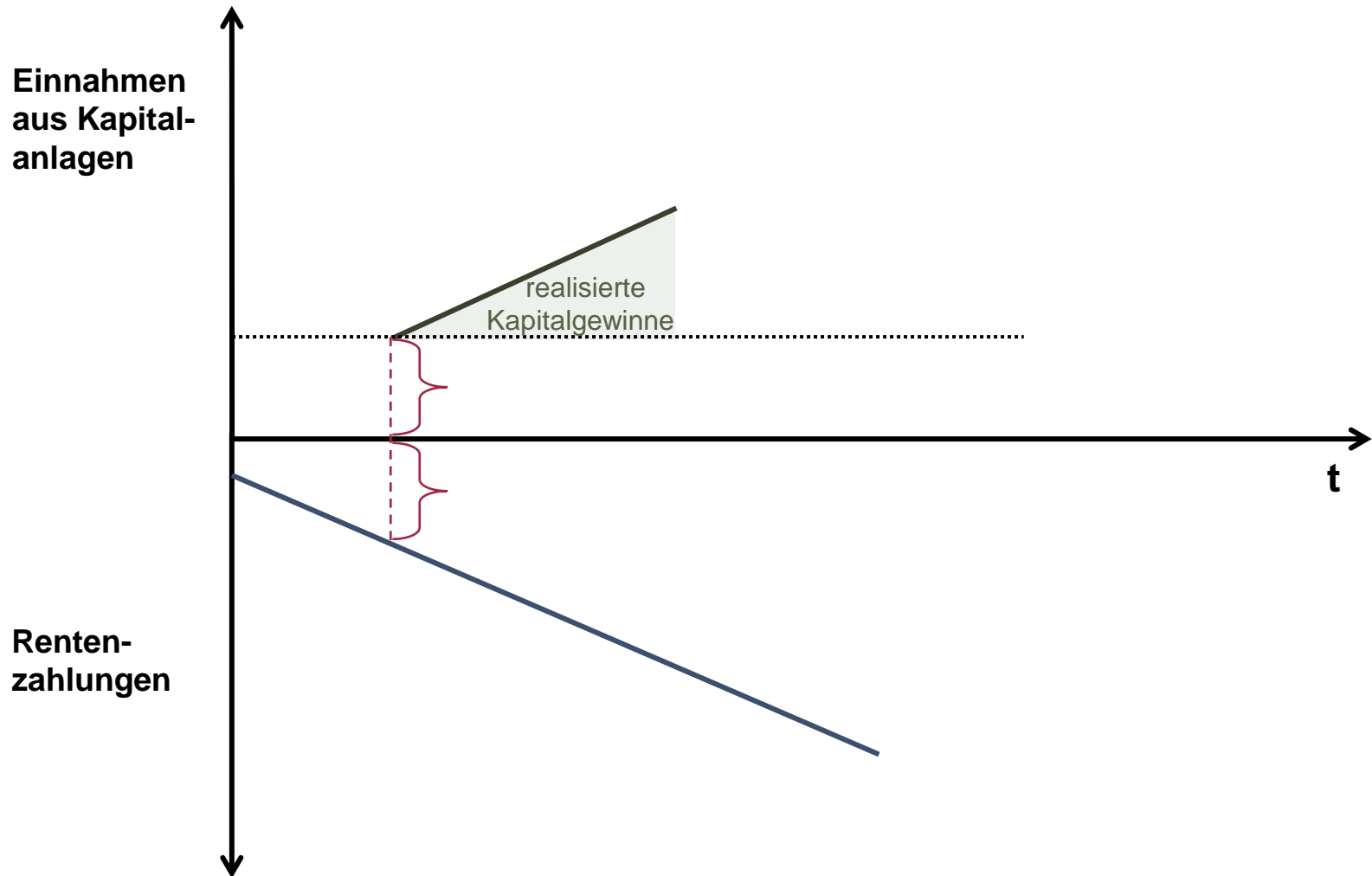
Outlook: Optimierte Einnahmen



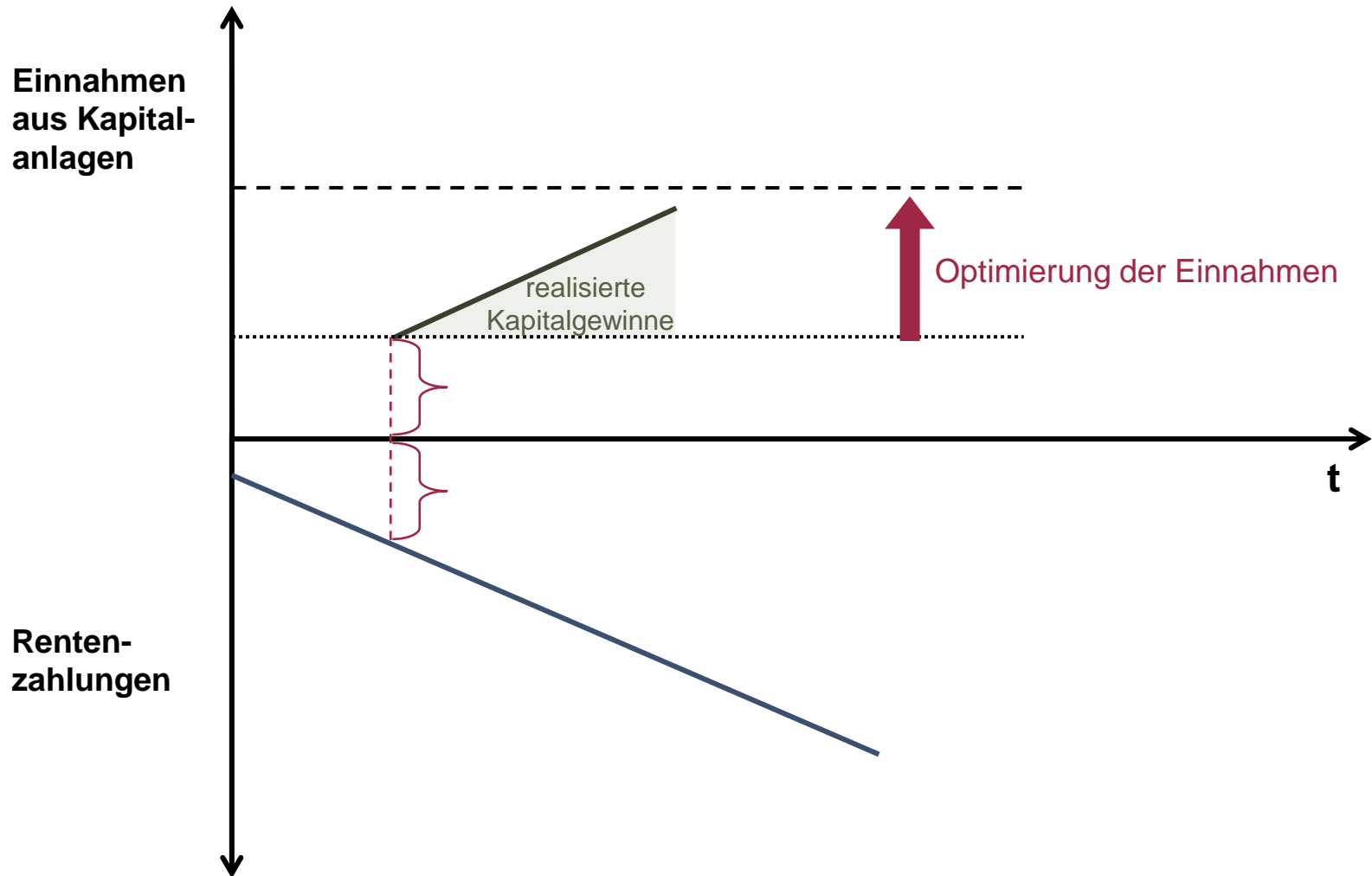
Outlook: Optimierte Einnahmen



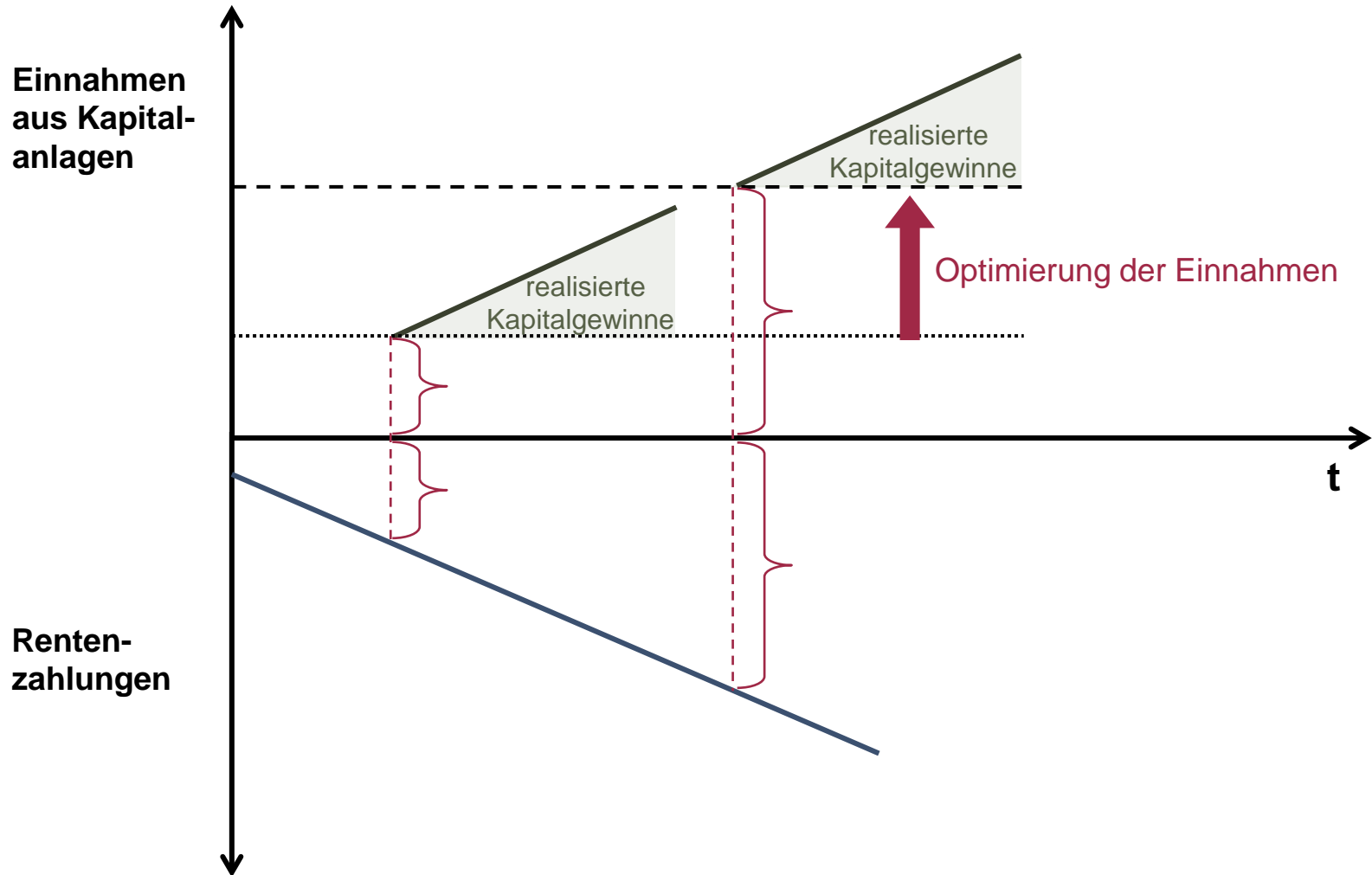
Outlook: Optimierte Einnahmen



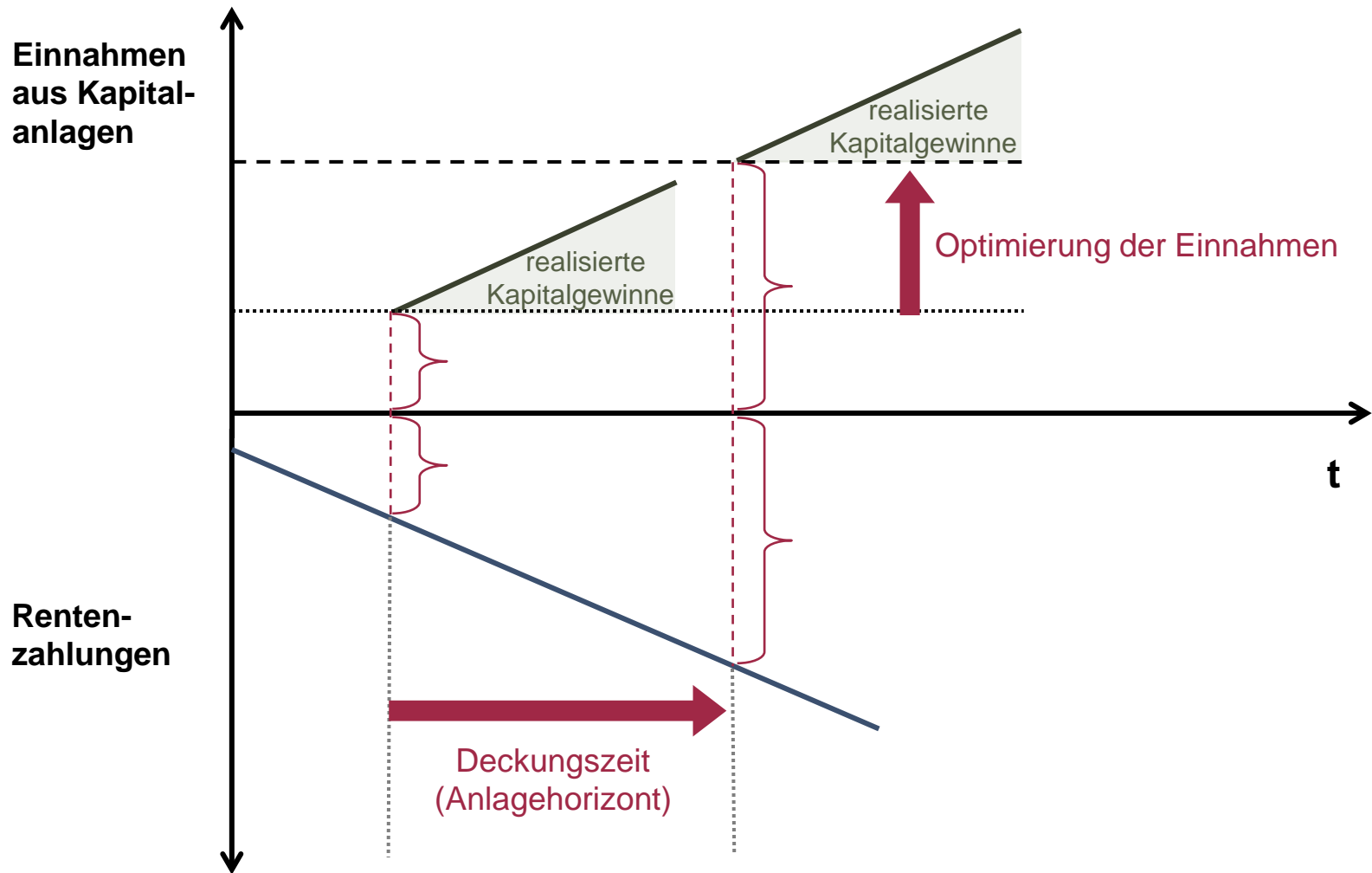
Outlook: Optimierte Einnahmen



Outlook: Optimierte Einnahmen



Outlook: Optimierte Einnahmen verlängern "Deckungszeit"



Umfrage

2016: Low for Long

2017: From Capital to Cash

2018: From Cash to Capital?

Welche Themen sollte CUREM Ihrer Meinung nach weiter verfolgen?

- a) Konkretisierung des "Deckungsgrad-Konzeptes"
- b) Entwicklung von Ansätzen zur Operationalisierung / Quantifizierung von Illiquiditätsrisiken
- c) Ansätze und Beispiele der Risiko-/Return-Optimierung von Cashflows aus Kapitalanlagen

→ Umfragelink wird morgen (Freitag, 05. Mai) per E-Mail zugeschickt

CUREMforschungspreis

Wir danken dem Sponsor:



SBB CFF FFS

Verleihung des CUREMforschungspreis durch
Jürg Stöckli, Leiter SBB Immobilien

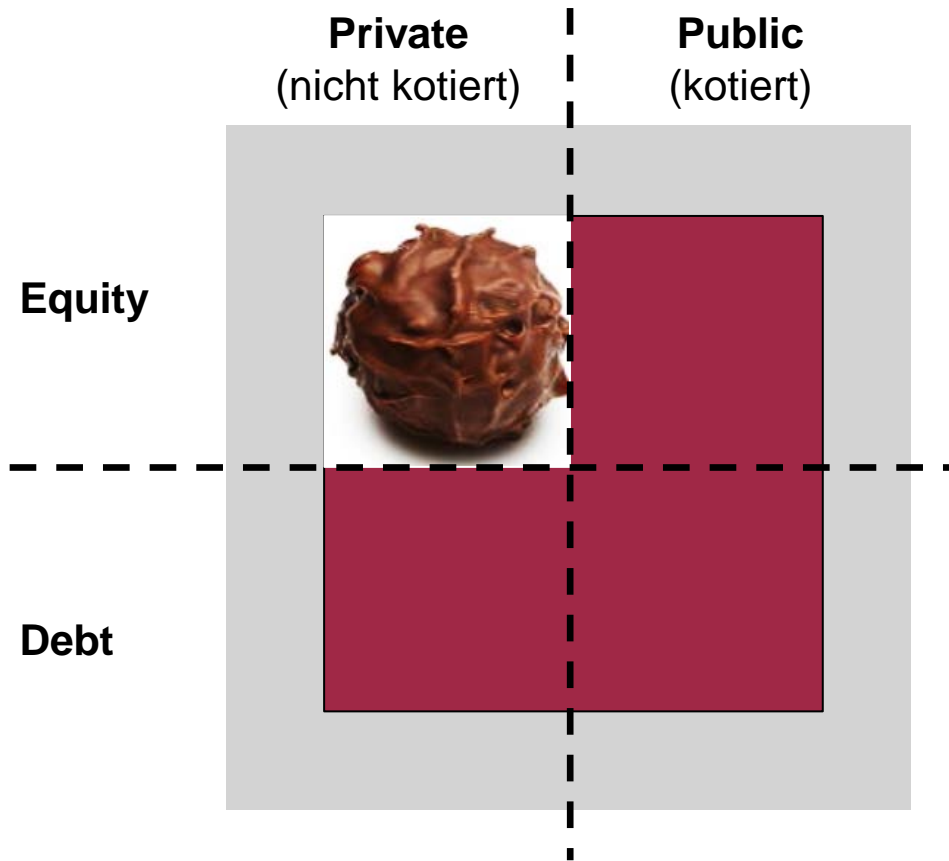
Give away

D-4-Q by CUREM:

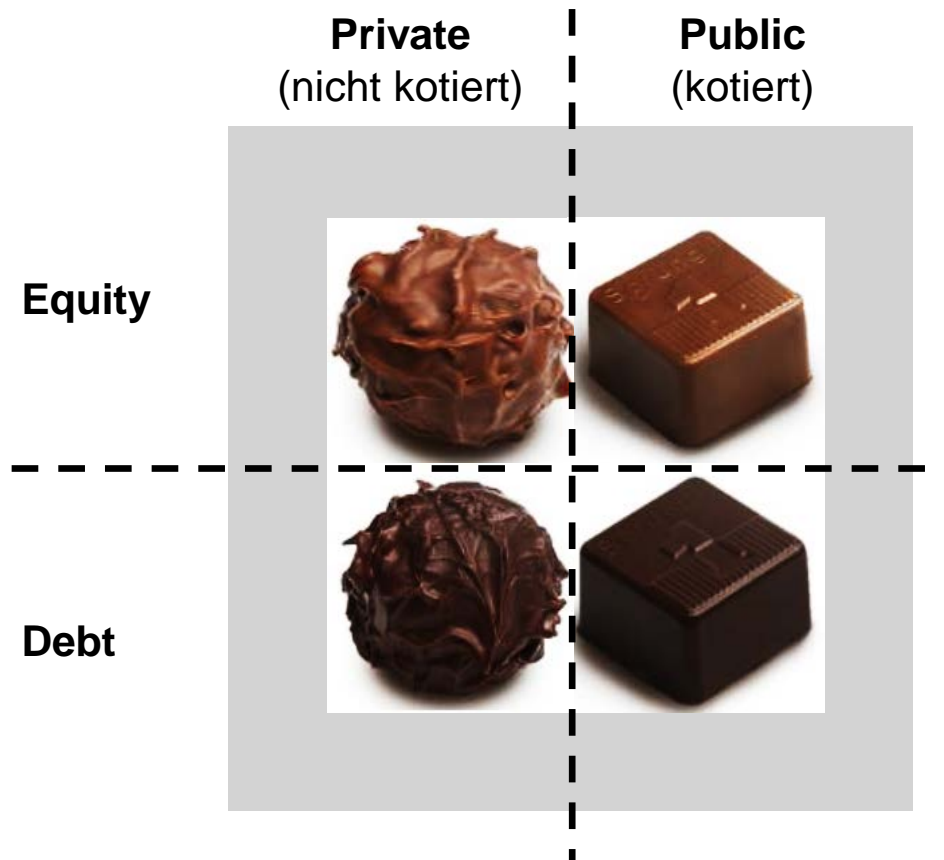
Die Systematische Integration von Real Estate in das gesamte Anlageuniversum



D-4-Q by CUREM



D-4-Q by CUREM



Ankündigung: CUREM*horizonte*

Der mobile Boden

Lösungsansätze zu Mobilisierung des Grundeigentums im Zeitalter der
Innenentwicklung

Keynote: Prof. Dr. Paul Cheshire, London School of Economics

Montag, 30. Oktober 2017

17.30 – 19.30 Uhr



Apéro fruité

Von den Früchten leben

