





Building Resilience

Über die Frage, wie robust Schweizer Vorsorgeeinrichtungen in makroökonomisch und geopolitisch schwierigen Zeiten in ihrer Kapitalanlage aufgestellt sind, diskutierten **Charlotte Friedrichs**, Portfolio Manager Equities, Global Smaller Companies bei Columbia Threadneedle Investments, **Ingo Bofinger**, Mitglied der Geschäftsleitung der Avadis Vorsorge AG, **Mario Eisenegger**, ESG Fund Manager Public Fixed Income bei M&G Investments, **Diego Liechti**, CIO der Nest Sammelstiftung, **Dr. Luzius Neubert**, Partner bei PPCmetrics, **Philipp Weber**, Head Investment Consulting von Mercer Switzerland, und **Dr. Stefan Weissenböck**, Head of Asset and Portfolio Management, Private Infrastructure Equity bei der IST Investmentstiftung. Die Diskussion moderierten **Dr. Guido Birkner** und **Julia Dingerling**.

SPONSOREN





„Pensionskassen
und Sammelstif-
tungen würden
den Rentnern
und Rentnerin-
nen gern mehr
geben, aber die
Frage stellt sich,
woher das Geld
kommt.“

DIEGO LIECHTI

In seinem Impulsvortrag skizzierte Mario Eisenegger zu Beginn die aktuelle makroökonomische Situation. Das Jahr 2022 wies in den großen westlichen Märkten Inflationszahlen von bis zu 10 Prozent auf, vereinzelt sogar darüber. Eine Ursache dafür war die jahrelange Niedrigzinsphase seit der globalen Finanzkrise. In den Covidjahren gelang es, die Wirtschaft mit günstigen Krediten und Kurzarbeit am Leben zu halten. Die Arbeitslosigkeit blieb auf einem tiefen Niveau, doch die Menschen konnten das angesparte Geld nicht ausgeben, und ein Nachfrageschock setzte ein. Gleichzeitig wurden die globalen Lieferketten immer wieder unterbrochen, was die Inflation antrieb. Nach dem Einmarsch russischer Truppen in die Ukraine im Februar 2022 schnellten die Energiepreise in die Höhe. Seitdem konnten die Zentralbanken die Inflation mit zinspolitischen Maßnahmen senken. „Aber der Kampf gegen die Inflation ist noch nicht gewonnen, denn die Kerninflation ist nach wie vor hoch“, betonte Eisenegger.

Offen ist die Frage, wie lange die Zentralbanken das Zinsniveau noch hoch halten wollen. 2022 kam es nach den ersten Zinsanstiegen zu massiven Verwerfungen auf dem Anleihemarkt. „Heute sieht die Situation durch das Repricing positiver aus, Unternehmensanleihen guter Bonität

werfen wieder attraktive Renditen ab“, unterstreicht Eisenegger. Für die Zukunft hält Eisenegger drei Core-Szenarien für denkbar: Hard Landing, Soft Landing, No Landing. Für ein Hard Landing spricht der Einbruch des US-amerikanischen Immobilienmarktes. „Dort sind Hypotheken nicht übertragbar“, sagte Eisenegger. „Neue Hypotheken sind mit massiv erhöhten Kosten verbunden, was sich in der Kette direkt auf die Realwirtschaft auswirkt.“ Zudem schlägt die Zinserhöhung erst mit einem Zeitverzug von 18 bis 24 Monaten vollständig auf die Realwirtschaft durch. „Wir werden die ganzen Auswirkungen des gestiegenen Zinses auf die Unternehmen erst noch sehen, gerade in den USA.“ Ein konjunktureller Abschwung kann dazu führen, dass die Zentralbanken die Zinsen wieder senken werden. Für eine weiche Landung spricht der robuste US-amerikanische Arbeitsmarkt. Die Inflation wird darin auf ein akzeptables Niveau absinken, und die Unternehmen in den USA werden die hohen Zinsen aushalten. Das wäre für die Globalwirtschaft positiv und käme auch der Asset-Klasse Aktie entgegen. Ein No Szenario geht davon aus, dass die Zentralbanken die Zinsen zur Bekämpfung der Inflation weiter anheben müssen.

Zum Auftakt die Frage in die Runde: Wie wirken sich die gestiegenen Zinsen und die makroökonomischen Rahmenbedingungen auf Pensionskassen und Sammelstiftungen aus?

Luzius Neubert: Ich bewerte die gestiegenen Zinsen positiv, weil dadurch der technische Zins vieler Kassen wieder näher an der ökonomischen Realität liegt. Dies führt zu mehr Transparenz beim Deckungsgrad der Vorsorgeeinrichtungen.

Philipp Weber: Aus Destinatärssicht beurteile ich das aktuelle Umfeld nicht besonders positiv. Der reale risikofreie Zins dürfte in vielen Fällen noch auf absehbare Zeit negativ bleiben. Pensionskassen werden Schwierigkeiten bekommen, das Leistungsziel zu erreichen.

Diego Liechti: Grundsätzlich zeigen sich unterschiedliche Effekte. Auf der Verpflich-

tungsseite ist der höhere Zins positiv, da die Verpflichtungen an Wert verloren haben. Die schlechten Nachrichten haben wir auf der Anlagenseite. 2022 war das schwierigste Jahr für Schweizer Pensionskassen seit langem und ebenfalls das aktuelle Jahr ist schwierig. Auch die nächsten zwei bis drei Jahre werden wohl nicht einfacher. Trotzdem halte ich nichts von taktischem Handeln in der Kapitalanlage, denn ein Investor kommt bei Markttrends immer zu spät oder zu früh. Es ist empirisch belegt, dass im Durchschnitt Taktik langfristig keinen Wert schöpft. Deswegen ziehen wir als Nest Sammelstiftung unser Rebalancing auch in Krisen durch, anstatt taktisch zu reagieren.

Luzius Neubert: Tatsächlich ist es häufig keine gute Lösung, die Anlagestrategie kurzfristig zu ändern. Das birgt das Risiko, prozyklisch zu handeln. Kapitalanlage ist eine langfristige Angelegenheit. Doch schauen wir zurück, woher die Pensionskassen kommen, etwa in das Jahr 1985! Damals haben wir eine deutlich höhere Inflation, aber auch deutlich höhere Zinsen gesehen, und die Pensionskassen haben überwiegend Obligationen gehalten. Auch heute bieten Bonds wieder attraktivere Renditen, somit kann es sich lohnen, wieder stärker darin zu investieren. Aktuell investieren manche Pensionskassen taktisch wieder mehr in Obligationen. Wenn sich das gestiegene Zinsniveau hält oder sogar noch weiter ansteigt, sind auch strategische Anpassungen denkbar. Allerdings ist das Zinsniveau im internationalen Vergleich immer noch nicht hoch.

Rechnen Sie stärker mit Investitionen in Eidge-nossen oder in internationale Bonds?

Luzius Neubert: Das hängt vor allem davon ab, ob eine Pensionskasse aus der Asset-Sicht oder aus der Liability-Sicht handelt. Aus der Asset-Perspektive sind die Obligationenmärkte in Fremdwährungen langfristig attraktiver, da sie liquider, und stärker diversifiziert sind. Aus Liability-Sicht lohnt es sich jedoch für Schweizer Pensionskassen, in Obligationen in Schweizer Franken zu investieren.

Philipp Weber: Ich schaue mir lieber die relative Attraktivität der Anlageklassen an. Da sehen Aktien bei der Gewinnrendite derzeit weniger attraktiv aus als Bonds, aber auch Bonds sind nicht wirklich attraktiv. Wenn ich von einem amerikanischen Bond die Hedging-Kosten abrechne, dann bewege ich mich ungefähr auf dem Niveau von Schweizer Bonds. Dann muss ich von beiden noch die Inflation abziehen und bin im negativen Bereich. Internationale sichere Anleihen scheinen keine überzeugende Alternative zu Eidgenossen zu sein, wenn ich einmal Liquiditätsüberlegungen ausblende. Für interessanter halte ich die Bewertungen im Fixed-Income-Growth-Segment. Hier lassen sich zum Teil hohe Yields auch nach Hedging erzielen. Aber der Schweizer Markt ist in Bezug auf Kreditrisiken besonders kritisch im Vergleich zu Aktienrisiken.

Diego Liechi: Solche Investments in spezielle Obligationensegmente sind aus meiner Sicht Kosmetik. Welche Pensionskasse baut eine High-Yield-Bonds-Quote von 15

„Wir werden die ganzen Auswirkungen des gestiegenen Zinses auf die Unternehmen erst noch sehen, gerade in den USA.“

MARIO EISENEGGER





„Die großen liquiden Immobilienmärkte wie Großbritannien haben ihre Bewertungskorrekturen bereits eingepreist, weil sie dank ihrer Transparenz schnell reagieren. Dort können sich Investoren langsam wieder Gedanken darüber machen, zu attraktiven Renditen zurückzukommen.“

INGO BOFINGER

Prozent auf und reduziert die Aktienquote im gleichen Maß?

Philipp Weber: Natürlich darf man nicht nur auf High Yield setzen, sondern sollte breit diversifiziert in diese Segmente gehen. Wenn ich mir unsere globalen Referenzportfolios anschau, dann sehe ich zum Beispiel ein Multi-Asset-Credit-Segment. Dazu kommen weitere Segmente wie Emerging Markets. In einem diversifizierten Portfolio halte ich bis zu 10 Prozent im Credit-Segment für möglich.

Diego Liechti: Viele Pensionskassen halten um die 5 Prozent Emerging Markets Debt. Solche Anteile findet man auch für High Yield nur bei wenigen Kassen. Auch Anlageklassen wie Non-Agency Debt sind nicht der Ort, an dem sich Pensionskassen im Augenblick tummeln.

Philipp Weber: Heute ist das Risiko wiederkehrender Phasen hoher Inflation höher, als die meisten Investoren das vor fünf Jahren noch angenommen haben. Um sich vor einem solchen Szenario zu schützen, sind auch Anlageklassen mit variabler Verzinsung und kurzer Duration interessant. Hier lassen sich teilweise auch nach Berücksichtigung der Kreditrisiken hohe Kreditrisikoprämien abschöpfen.

Diego Liechti: Die Nest Sammelstiftung ist zu 3 Prozent strategisch in Private Debt

investiert. Aber aktuell würde ich kein Private-Debt-Portfolio aufbauen, denn die Zinsen sind hoch, und es kommt noch der Credit Spread darauf. Welche Firma kann Zinsen von 10 oder 13 Prozent lange aushalten? Ist das Risiko dann für einen so hohen Zins noch adäquat?

Mario Eisenegger: Wir sind grundsätzlich eher defensiv aufgestellt bei High Yield und Unternehmen mit einem zyklischen Geschäftsmodell. Ich sehe bei einem Higher-for-longer-Zinsniveau ein Risiko für Unternehmen mit einem höheren Kredit-Leverage. Im Gegensatz dazu mögen wir das Risiko-Ertrags-Profil von Investment-Grade-Unternehmen, also Unternehmen mit besserer Bonität. Solche Unternehmen sind besser gewappnet, um höhere Zinsniveaus zu verkraften. Auch haben viele Investment-Grade-Unternehmen gutes Liability Management betrieben und sich längerfristig zu tieferen Zinsen refinanziert, so dass sich die Kosten für Zinsaufwendungen durch höhere Zinsen nur langsam in den Unternehmensbilanzen reflektieren werden. High Yield hat einen höheren Leverage und ein kürzeres Fälligkeitsprofil bei Anleihen. Solche Unternehmen sind in diesem Jahr praktisch nicht an den Markt gekommen, sehen sich aber mit vielen Fälligkeiten über die nächsten zwei Jahre konfrontiert. High-Yield-Unternehmen müssen im nächsten Jahr gezwungenermaßen auf den Markt kommen und sich gezwungenermaßen mit dem hohen Zinsniveau auseinandersetzen. Dann beeinflusst es wirklich die Zinsdeckungsquoten dieser Unternehmen. Bei Leveraged Loans oder variabel verzinslichen Unternehmensanleihen im High-Yield-Bereich sind wir besonders vorsichtig, weil sich da der Übertragungsmechanismus von höheren Zinsen am direktesten auf die Unternehmenskosten und entsprechend auf die Kreditqualität auswirkt.

Welche Fixed-Income-Produkte empfehlen Sie derzeit?

Mario Eisenegger: Aus der Makroperspektive betrachtet, hoffe ich auf eine weiche Landung, rechne aber mit einer harten

Landung. Eine weiche Landung nach einer solch rapiden Änderung der globalen Zinspolitik wäre etwas für die Geschichtsbücher. Deshalb präferieren wir derzeit defensive Sektoren wie Telekommunikationsunternehmen oder Versorgungsunternehmen, wo das zugrunde liegende Geschäftsmodell weniger zyklischen Schwankungen unterworfen ist. Wir sehen auch Wertschöpfungspotential bei großen internationalen Banken, welche gut kapitalisiert sind und durch die höheren Zinsen ihre Margen steigern konnten. Wichtig zu berücksichtigen ist, dass der Anstieg der Renditen am Anleihenmarkt nicht von einer Veränderung der Kreditrisikoprämie getrieben war, sondern von einer Veränderung des zugrunde liegenden Zinsniveaus. Nach der Korrektur an den Anleihenmärkten in diesem Jahr sehen wir deshalb auch interessante Möglichkeiten mittels erhöhter Zinsduration, um das derzeitige Zinsniveau längerfristig einzuloggen.

Philipp Weber: Ich propagiere nicht generell eine hohe High-Yield-Quote, sondern ich plädiere dafür, dass kompetente Asset Manager im Credit-Bereich taktisch Opportunitäten abschöpfen. Gerade Refinanzierungssituationen bieten Möglichkeiten für Investoren und Asset Manager, die es schaffen, Deals so zu strukturieren und zu besichern, dass sie aus einer Nettoperspektive nach der Berücksichtigung des Kreditrisikos attraktiv sind. Bei variablen Verzinsungen sollte man sich verschiedene Segmente anschauen, vor allem besicherte Segmente, zum Beispiel das ABS-Segment. Dort sehen wir für das gleiche Risiko deutlich höhere Zinsen als Bonds mit vergleichbarem Kreditrisiko.

Luzius Neubert: Aus meiner Sicht muss man zwischen strategischer und taktischer Allokation unterscheiden, zwischen der langfristigen Sicht und dem Blick auf die nächsten Monate bis maximal ein bis zwei Jahre. Für Investoren ist es wichtig, Risikoprämien wie etwa eine Aktienrisikoprämie abzuschöpfen. Damit können sie die Inflation langfristig etwas kompensieren. Die Inflation kurzfristig zu prognostizieren und mit der taktischen Allokation darauf

zu reagieren, ist schwierig. Wenn eine Pensionskasse vom Destinatär her denkt, dem man eine positive Realverzinsung geben und dessen Rente man punktuell erhöhen will, dann ist es wichtig, eine langfristige Risikoprämie abzuholen. Kurzfristig ist es schwierig, die Inflation allein durch Taktik zu kompensieren.

Philipp Weber: Das setzt natürlich voraus, auf strategischer Ebene die Möglichkeit zu schaffen, diese Segmente bearbeiten zu dürfen. Wenn in einer SAA nur Investment Grade Bonds und Aktien drin sind, dann besteht nicht die Möglichkeit, diese Risikoprämien abzuschöpfen. Meines Erachtens sind viele Pensionskassen noch nicht so weit.

Frau Friedrichs, wie schauen Sie aktuell auf Aktien?

Charlotte Friedrichs: 2022 war auch für uns herausfordernd. Aufgrund der höheren Zinsen sind die Bewertungen runtergekommen. Bei uns im Small/Mid-Cap-Segment kam es sogar zu einem Abschlag

„Wenn eine Pensionskasse vom Destinatär her denkt, dem man eine positive Realverzinsung geben und dessen Rente man punktuell erhöhen will, dann ist es wichtig, eine langfristige Risikoprämie abzuholen.“

LUZIUS NEUBERT





„Wir konzentrieren uns auf Unternehmen mit einem starken Wettbewerbsvorteil, einer soliden Bilanz und Cashflow-Generierung.“

CHARLOTTE FRIEDRICHS

gegenüber Large Cap, während wir bei Small Mid Caps in den vergangenen Jahren immer ein Premium hatten. Das sind für uns Happy Hunting Grounds. Wir fühlen uns mit unserer Global-Smaller-Companies-Strategie gut positioniert und konzentrieren uns auf Unternehmen mit einem starken Wettbewerbsvorteil, einer soliden Bilanz und Cashflow-Generierung. Im aktuellen Umfeld schauen Investoren mehr auf die Bilanz und auf die Fähigkeit eines Unternehmens, Cashflows zu generieren, um die Zinslast zu stemmen. Geschäftsmodelle wie Serienakquisitoren sind im aktuellen Umfeld schwieriger. Wir sehen den Markt für Aktien konstruktiv, auch wenn wir noch nicht wissen, wohin die Reise mit den Zinsen gehen wird.

Welche Unternehmen meistern die aktuelle Marktlage am besten?

Charlotte Friedrichs: Am besten sind die Unternehmen aufgestellt, die ihre Umsätze organisch steigern können, die ein diversifiziertes Umsatzprofil haben, die keine besonderen Länderrisiken mit sich herumtragen. Hier sind wir in der DACH-

Region mit exportstarken Unternehmen und Weltmarktführern in ihren Branchen und Nischen sehr gut aufgestellt. Resistente Unternehmen sollten in der Lage sein, ihre Gewinnmarge auch langfristig zu verteidigen oder zu steigern. Damit geht das Thema Preissetzungsmarkt einher, gerade im Inflationsumfeld. Hinzu kommt die Bilanz. Wie genau ist die Fremdfinanzierung strukturiert? Wie viel ist Fixed Rate, wie viel Floating Rate? Wie hoch ist das Risiko, dass weniger Nettoeinkommen hereinkommt? Hochverschuldete Unternehmen sind in der Bewertung abgestraft worden. Das gilt auch für Unternehmen, die in ihrem Geschäftsmodell sehr auf M&A angewiesen sind.

Wie gehen Sie mit den Themen Nachhaltigkeit und Transition um?

Charlotte Friedrichs: Hier gibt es eine Reihe unterschiedlicher Ansätze in unserem Haus. Einige unserer Sustainable Fonds fokussieren sich darauf, Unternehmen zu finden, die schon führend sind, was das Thema Nachhaltigkeit angeht, und wiederum andere versuchen, Unternehmen zu identifizieren, die sie in der Transition begleiten und unterstützen können. Dabei ergeben sich gerade im Small/Mid-Cap-Bereich die Herausforderungen der Daten. Auch in größeren Unternehmen stellt sich dabei die Frage, wer berichtet, wie berichtet wird und wie schnell die großen Datenanbieter und Ratingagenturen ein Unternehmen erstmals raten und später mit neuen Daten updaten.

Herr Liechti, wie wählt die Nest Sammelstiftung Aktien unter Nachhaltigkeitsaspekten aus?

Diego Liechti: Wir trennen die Vermögensverwaltung streng von der Nachhaltigkeit, denn als Vermögensverwalter hat man immer einen Interessenkonflikt. Eine nachhaltige Firma muss nicht unbedingt ein gutes Investment sein. Bei uns screent ein Nachhaltigkeitsberater das gesamte Universum gemäß unserem Nachhaltigkeitsansatz und generiert ein Investitionsuniversum für uns. Das Universum geht zum Portfoliomanager, der dann zwingend daraus auswählen muss. Das Verfahren ist

vergleichsweise restriktiv. So schließen wir bei Global Equity rund 60 Prozent der Titel aus, bei Schweizer Aktien etwa 55 Prozent. Bei globalen Anleihen ist der Anteil noch viel höher, weil de facto alle großen Staaten ausgeschlossen sind, wie auch die Derivate darauf. Dadurch ist es schwierig für uns, das Zinsrisiko zu managen, wenn wir keine Interest Rate Swaps nutzen dürfen.

Ist Nachhaltigkeit auch mit einer höheren Rendite verbunden?

Diego Liechti: Das kommt darauf an. Wir rechnen mit Hilfe von Indexanbietern unsere Performance aus dem Nachhaltigkeitsuniversum aus, und sie fällt im Durchschnitt besser als die des Mutterindex aus. Das hat verschiedene Gründe. Beispielsweise schließen wir viele Großunternehmen aus und sind deshalb stärker in Small Caps investiert. Dies führt in der Regel zu höheren Faktorrisiken und deshalb zu höheren Renditen. Bei Obligationen gehen wir ähnlich vor. Hier ist das Kreditrisiko übergewichtet, weil die großen Staaten wie beispielsweise die USA für uns nicht investierbar sind. So machen wir eine Outperformance, aber nicht risikoadjustiert. Generell ist Nachhaltigkeit kein Performance-Treiber, sondern eher unsystematisches Risiko.

Herr Weissenböck, wie geht Ihr Haus mit dem Thema Nachhaltigkeit um?

Stefan Weissenböck: Wir haben uns in unserer Nachhaltigkeitsstrategie eigene ESG-Kriterien gesetzt, weil wir Zertifizierungen etwa nach UN PRI für enorm aufwendig halten. Es ist auch schwierig, an die Daten zu vielen Titeln zu kommen, um ein belastbares ESG-Rating zu erstellen. Wir wenden einige Ausschlusskriterien an. In unserem Stiftungsrat sitzen kantonale Pensionskassen, die sehr strenge ESG-Anforderungen haben.

Charlotte Friedrichs: Nehmen wir zum Beispiel das Thema Governance: Wenn wir als Minderheitsaktionär bei einem Unternehmen einen großen Aktionär haben, dessen Interessen nicht mit unseren



übereinstimmen, dann sind wir immer im Hintertreffen. Langfristig schlägt es sich für ein Unternehmen, das bei Environment und Social nicht gut aufgestellt ist, in den Betriebskosten nieder, etwa über höhere Energiekosten oder eine höhere Mitarbeiterfluktuation.

Wie gehen Pensionskassen und Sammelstiftungen mit Engagement um?

Charlotte Friedrichs: Das kommt auch auf die Kapazitäten an, denn solche Ansätze sind sehr arbeitsintensiv. Pensionskassen wälzen gern solche Aufgaben an den Asset Manager ab, mit dem sie zusammenarbeiten. Es ist immer eine Abwägungsfrage, ob eine Pensionskasse eigene Kompetenzen inhouse aufbauen möchte oder sich auf den Asset Manager, auf eine Ratingagentur oder einen Daten-Provider verlassen möchte.

Luzius Neubert: Engagement im Small/Mid-Cap-Segment ist für Asset Manager aufgrund der meist großen Titelzahl tatsächlich eine Herausforderung. Wenn eine Pensionskasse breit diversifiziert investieren möchte,

„Ich plädiere dafür, dass kompetente Asset Manager im Credit-Bereich taktisch Opportunitäten abschöpfen.“

PHILIPP WEBER



„Ich repräsentiere hier ein Nische: Infrastruktur macht nur etwa 1 Prozent der Allokation bei Schweizer PKs aus. Andere Länder sind hier weit voraus.“

STEFAN WEISSENBOCK

ist Engagement dennoch eine gute Möglichkeit. Allerdings werden auch Engagement-Provider Schwerpunkte setzen müssen – sie können nicht mit jedem Unternehmen im Portfolio sprechen. Engagement hat auch die negative Seite, dass ein Unternehmen als Reaktion auf äußeren Druck der Investoren einen kritischen Bereich abstoßen könnte. Das verbessert zwar die entsprechende Kennzahl des Unternehmens, bringt aber dem eigentlichen Ziel, etwa dem Klima, wenig.

Philipp Weber: ESG wird verschieden umgesetzt. Die Mandate unserer Kunden reichen von einfachen Ausschlusskriterien bis zu komplexen Mandaten, die auch die Pariser Klimaziele umfassen können. Für Nachhaltigkeit im Fixed-Income-Bereich eignen sich Green Bonds und Social Bonds. Ausschlüsse limitieren nur das Investment-Universum. Öl und Gas haben in diesem Jahr sehr gut performt, auch Utilities. Wenn man solche Branchen herausschneidet, limitiert man das eigene Renditepotential. Zugleich wollen Investoren eine Renditeprognose bekommen, und wenn Öl und Gas das ESG-Rating eines Unternehmens drücken, dann wird es zu schnell aus den Portfolios gestrichen. Dabei sollten Investoren berücksichtigen, dass solche Unternehmen auf der Cashflow-Seite oft gut aufgestellt sind. Doch wir führen im Zusammenhang

mit ESG immer wieder Diskussionen mit unseren Kunden. Um dabei transparent zu differenzieren, ordnen wir die einzelnen Unternehmen hinsichtlich ESG Peergroups zu und schauen uns Klimaszenarien für verschiedene Anlagestrategien an.

Wie kritisch schauen Sie auf die Ratings und Scores zur Nachhaltigkeit, die die großen Datenanbieter zur Verfügung stellen?

Charlotte Friedrichs: Wir stellen immer wieder fest, dass die Datenanbieter und Ratingagenturen Verbesserungen der Unternehmen in Sachen Nachhaltigkeit nicht korrekt oder verspätet reflektieren. Mancher Datenanbieter erstellt seine Ratings und Scores anhand einfacher Checklisten, anstatt unter die Oberfläche zu schauen. Wir sehen häufig, dass manche Daten einfach nicht korrekt sind, deshalb divergieren die Scores der großen Datenanbieter zu einem Unternehmen teilweise von unserer internen Einschätzung.

Luzius Neubert: Wir prüfen solche Zahlen und Ratings regelmäßig und diskutieren auftretende Mängel oder Fragen auch mit den Vermögensverwaltern unserer Kunden. Wichtiger als die einzelne ESG-Kennzahl sind das nachhaltige Rapportieren durch Unternehmen und die Fähigkeit, Inkonsistenzen erklären zu können. Auch muss transparent sein, wie ein Investor seine ESG-Kennzahlen verbessern kann, ohne dass der Tracking Error stark ansteigt.

Herr Liechti, welche Metrik hinterlegt die Nest Sammelstiftung dabei?

Diego Liechti: Wir haben vor rund 30 Jahren unseren Nachhaltigkeitsberater Inrate mitgegründet, als es noch keine solchen Berater gab, und den Ansatz bei der Nachhaltigkeitsselektion mitentwickelt. Heute schauen uns auch noch unsere Destinatäre auf die Finger und hinterfragen verschiedene Positionen in unserem Portfolio.

Gucken wir uns jetzt die illiquiden Asset-Klassen an. Herr Bofinger, wie steht der Schweizer Immobilienmarkt in einer Zeit da, in der Real Estate international stark unter Druck gerät?

Ingo Bofinger: Schweizer Pensionskassen haben ihr Immobilien-Exposure in den vergangenen 15 Jahren stetig ausgebaut, vor allem mangels Renditen im Fixed-Income-Bereich. Seit 2022 sehen wir, dass dieser lange Zyklus zu einem Ende kommt. Ich erwarte, dass im Jahr 2024 ein neuer Zyklus beginnen wird. Der Zinsanstieg führt auch in der Schweiz zu Bewertungsanpassungen bei Immobilien. Die einzelnen Asset-Klassen innerhalb des Real-Estate-Segments sind davon unterschiedlich betroffen. Vor allem Wohnimmobilien in Ballungszentren erfahren weniger Wertberichtigungen, weil die Nachfrage nach Wohnungen weiterhin sehr groß ist. Dagegen steht der Bürobereich vor mehrschichtigen Herausforderungen. Dort sehen wir auch stärkere Anpassungen in der Bewertung. Doch diese Bewertungseffekte fallen in der Schweiz im Vergleich zu den anderen europäischen Märkten und den USA verschwindend gering aus. Wir reden hier von Anpassungen um -1 oder -2 Prozent in der Schweiz gegenüber -20 oder -30 Prozent in anderen Märkten seit dem Zinsanstieg, gepaart mit einem dramatischen Rückgang der Transaktionstätigkeiten. So ist das Transaktionsvolumen in Deutschland in diesem Jahr laut PMA um 80 Prozent eingebrochen. Das Vertrauen in die Preisfindung ist noch nicht gegeben. Das Ende der Niedrigzinsphase ist auch der Beginn neuer Marktzyklen, wie wir sie in den vergangenen Jahren nicht gesehen haben. Jetzt differenzieren sich die einzelnen Märkte stärker aus.

Warum steht die Schweiz so gut da?

Ingo Bofinger: Die großen liquiden Immobilienmärkte wie Großbritannien haben ihre Bewertungskorrekturen bereits eingepreist, weil sie dank ihrer Transparenz schnell reagieren. Dort kann man sich aus Investorensicht langsam wieder Gedanken machen, zu attraktiven Renditen zurückzukommen. Dagegen ist die Schweiz ein kleiner und intransparenter Immobilienmarkt. Sicher werden wir auch hier noch Bewertungsanpassungen sehen, doch die Zinskurven lassen einen schwächeren Effekt erwarten. Die Leerstandsdaten bei Wohnungen in der Schweiz sind angesichts mehrerer Faktoren

auf einem tiefen Niveau. Es ist eine Veränderung der Arbeitswelt im tertiären Sektor zu beobachten, das schlägt sich auch in den Büroimmobilien und den Belegungsraten nieder. Wir können in unseren Portfolios jedoch wieder einen Trend zurück zum Arbeitsplatz feststellen. Viele Firmen erkennen, dass die „Working from home“-Regelung zu einem Verlust an Produktivität und Kreativität führt und Innovationen hemmt.

Luzius Neubert: Immobilienanlagestiftungen galten lange als unterbewertet und ein Einstieg war entsprechend schwierig. Nach dem Zinsanstieg 2022 und den Verlusten der anderen Anlagekategorien ist es in diesem Segment zu Übergewichtungen gekommen, und Pensionskassen sind heute eher bereit, ihre Immobilienanlagestiftungen zu verkaufen, um ein eventuelles Übergewicht abzubauen.

Ingo Bofinger: Den Denominatoreffekt sehen wir im Immobilienbereich ebenso wie in anderen Asset-Klassen. Manche Pensionskassen führen deshalb ein Rebalancing durch. Ich kann aber nicht beurteilen, wie sinnvoll ein solches Vorgehen in einer strategischen Anlageklasse wie Immobilien ist.

Welche Rolle spielt Nachhaltigkeit für die Schweizer Immobilienbranche?

Ingo Bofinger: Hier haben Fachverbände richtige Schritte bei der Datenerfassung und -auswertung unternommen. Im Weiteren will der Schweizer Gesetzgeber Standards für die Sanierung von Gebäuden und die Einhaltung von ESG-Kriterien setzen. Er will, dass Investoren aufzeigen, was sie positiv in diesem Sinne tun können. Der Sanierungsbedarf ist bei Schweizer Immobilien perspektivisch sehr hoch.

Geht der Trend in der Schweiz hin zum Direktbestand oder zu indirekten Beteiligungen?

Ingo Bofinger: Vor allem kleinere Pensionskassen sehen sich finanziell nicht in der Lage, den Sanierungsbedarf ihres Immobiliendirektbestands selbst zu tragen – aufgrund fehlender Ressourcen inhaltlich und personell. Deshalb schließen sie sich

bevorzugt Anlagestiftungen an. Ein anderer Aspekt in dem Kontext ist die Risikodiversifikation. Traditionelle Direktbestände außerhalb der Zentren werden eher abgebaut.

Diego Liechti: Die Nest Sammelstiftung geht genau den umgekehrten Weg. Wir bauen Fonds eher ab und den Direktbestand auf. Der Grund für diese Veränderung sind die hohen Kosten für Immobilienfonds und unsere Nachhaltigkeit. Zudem ist die Diversifizierung innerhalb von Immobilien Schweiz weniger wichtig als bei globalen Immobilien. Hintergrund ist der hohe Anteil Wohnen in der Schweiz, was im globalen Vergleich krisenresistenter macht. So kann es sinnvoll sein, dass auch mittelgroße Kassen ihre Immobilien selbst bewirtschaften. In Zukunft werden wir vermehrt direkt in Schweizer Immobilien und indirekt in internationale Immobilien investieren.

Profitieren Infrastrukturprojekte vom internationalen Einbruch des Immobiliensektors?

Stefan Weissenböck: Infrastruktur ist in der Schweiz immer noch eine Nische und macht bei den Pensionskassen und Sammelstiftungen im Durchschnitt 1 Prozent ihres Portfolios aus. Einzelne Player haben ihre Allokation inzwischen auf 3 bis 4 Prozent angehoben. Manche Stiftung fängt gerade erst an, darin zu investieren. So ist es bislang schwierig, ein diversifiziertes Infrastrukturportfolio aufzubauen. Ein Problem ist der Home Bias hierzulande. Es ist nicht leicht, investierbare Infrastruktur in der Schweiz zu finden. Man ist auf die Sektoren Energie und digitale Infrastruktur beschränkt. Gleichzeitig braucht die Sanierung vieler Infrastrukturbereiche viel Kapital, hier besteht ein Funding Gap, um die Transition im Energie-, Transport- und IT-Bereich zu finanzieren. Wir sehen zur Mitte 2023 global einen Einbruch von 93 Prozent im Fundraising für Infrastruktur Year on Year. Auch in Q3 sind wir mit -85 Prozent nur langsam auf dem Weg der Besserung. Es fließt also kaum Geld in diesen Sektor, obwohl die Investitionspipeline eigentlich riesig ist. Investoren warten im Augenblick ab, um zu moderaten, risikoadjustierten Zinssätzen wieder einzusteigen.

Wie kann eine Pensionskasse ein Infrastruktur-Exposure sinnvoll neu aufbauen?

Stefan Weissenböck: Diversifikation ist in dieser Asset-Klasse wichtig, das zeigt sich an unserem Portfolio, das durch die großen Krisen der zurückliegenden drei Jahre sehr stabil performt hat. Zu einer breiten Diversifikation gehört auch eine Manager-Diversifikation. Kleinere Pensionskassen starten oft strategisch im Core-Bereich und bauen dann je nach Strategie gewisse Satelliten darum herum. Die Assets sollten auch von der Duration her diversifiziert sein und in die ESG-Strategie sowie die breitere Anlagestrategie passen.

Diego Liechti: Infrastruktur ist ein zweischneidiges Schwert. Die Vermögenswachstumsgebühren sind horrend hoch. Auch zeigen sich immer wieder ungelöste Interessenkonflikte innerhalb der GP-LP-Struktur. Infrastruktur kann auch negative soziale Effekte haben. So haben Studien gezeigt, dass bei Übernahmen von Hospitälern oder Schulen durch Infrastrukturfonds die Preise ansteigen und die Qualität herunterging. Zudem zeigt die neueste akademische Literatur, dass Infrastruktur risikoadjustiert keine Zusatzrendite liefert. Auch bietet Infrastruktur im Durchschnitt keinen Inflationsschutz und keine stabilen Cashflows. Das, was die Industrie propagiert, wird wahrscheinlich aufgrund der ungelösten Anreizproblematik zwischen GP und LP nicht erreicht.

Philipp Weber: Infrastruktur ist in einem Portfolio zu berücksichtigen, soweit die Kasse die Illiquidität tragen kann. Breite Diversifikation ist auch hier wichtig, auch über Manager und Investment-Stile hinweg. Man sollte nicht nur in Core, sondern auch in Value-add und opportunistische Strategien und nicht nur Open-End-Vehikel investieren, sondern auch in Closed-End-Strukturen, die deutlich besser geeignet sind, um langfristig eine höhere Rendite zu erwirtschaften.

Stefan Weissenböck: Die Asset-Klasse Infrastruktur muss sich noch ein Stück weit selbst finden. Zu ihren Kerncharakteristika zählen Langfristigkeit, Inflationsschutz, eine hohe Visibilität auf Umsätze, eine abgesicherte

Fremdkapitalseite und ein monopolistischer Charakter der Assets. Wenn ein Investor diese Punkte bei seinen Investitionszielen berücksichtigt, bewegt er sich in der Regel in einem Core- oder Core-Plus-Segment. In dem Segment ist der Inflationsschutz in der Regel stark, der Inflation-Hedge hat in den jüngsten Krisenjahren gut funktioniert. Zu beachten bei der Auswahl der Manager und der Beurteilung der Performance ist die zur Anwendung gelangende Valuation Policy, da diese unterschiedlich ausgestaltet sein kann und mitunter dem Manager viel Freiraum in der Gestaltung der Bewertungen und damit Einfluss auf die Performance geben kann. Die Bandbreiten sind zum Teil sehr breit. Das führt zu einem Timelag, der sich über die Zeit in der Performance niederschlägt. Die Zielrenditen hängen stark vom Risikoprofil ab. Core mit einem Europafokus liegt zwischen 6 und 8 Prozent, Core Plus zwischen 8 und 10 Prozent, Value-add zwischen 10 und 12 Prozent, jeweils in Schweizer Franken.



Diego Liechti: Schauen Sie sich den kotierten Bereich an. Der Inflation Hedge bei nicht kotierter Infrastruktur ist zu einem großen Teil allein auf die Illiquidität zurückzuführen. Cashflow-mäßig haben solche Infrastrukturprojekte sicher den Inflationsschutz gehabt, aber rein bewertungstechnisch sind die Zinsen stark angestiegen, und das hätte auch einen negativen Einfluss auf den Wert ausgeübt. Auch ist der Investor nicht direkt in das Asset investiert, sondern in den Fonds, wo der GP wiederum nicht immer im Sinne des LPs handelt.

Stefan Weissenböck: Wir reden hier über zwei komplett unterschiedliche Asset-Klassen. Hinsichtlich Korrelation zu anderen Anlageklassen verhält sich Listed Infrastructure ganz anders als Unlisted, Private Infrastructure, gerade wenn in Core-Infrastruktur investiert wird.

Diego Liechti: Das ist ähnlich wie bei REITs und nicht kotierten Immobilien. Auch hier ist die Korrelation schwach, weil das eine Mark-to-Market und das andere Mark-to-Model bewertet ist. Ein großer Teil dieser Scheindiversifikation kommt über die Illiquidität, nicht über das Core Investment.

Stefan Weissenböck: Tatsächlich ist die Bewertungsthematik entscheidend. Manche Manager halten die Bewertung sehr strikt nach, andere nicht. Es braucht ein gewisses Know-how, um in diese Asset-Klasse zu investieren. Das macht vielen Pensionskassen Angst. Die Anzahl an mit privatem Kapital investierbaren Infrastruktur-Assets ist in der Schweiz sehr limitiert. Insofern braucht es für ein diversifiziertes Portfolio auch Investments im Ausland. Der Gap zwischen Renditen in Schweizer Franken und Renditen in Lokalwährungen ist auf Grund der hohen Zinsdifferenz und damit verbundenen Hedging-Kosten im Moment relativ groß.

Was bedeutet das alles für die Rentenseite?

Diego Liechti: Pensionskassen und Sammelstiftungen würden den Rentnern und Rentnerinnen gern mehr geben, aber die Frage stellt sich, woher das Geld kommt. Der Deckungsgrad vieler Kassen ist gut, aber nicht allzu hoch. Deshalb kann auch nicht einfach das Risiko hochgefahren werden, um mehr Geld zu verdienen. Letztlich müssen die Menschen mehr sparen, damit nach der Arbeit mehr Geld zum Leben bleibt. ●