

sgpk - St. Galler Pensionskasse «Anlagephilosophie»

Aktiv versus passiv

Welche Anlageklassen/Anlagethemen sollen aktiv, welche passiv umgesetzt werden?

Intern versus extern

Welche Anlageklassen/Anlagethemen sollen intern, welche extern bewirtschaftet werden?

St. Gallen, 19. Mai 2020

Thomas Breitenmoser, Leiter Investment-Controlling & -Consulting

Agenda

1. Ausgangslage / Grundlagen

- Zielsetzung 3 - 4
- Grundlagen Aktiv versus Passiv 5 - 11
- Interne versus externe Bewirtschaftung 12 - 16
- Ausgangslage sgpk 17 - 19
- Würdigung und Gesamtbeurteilung 20 - 25

2. Anlageklassen im Fokus Teil 1

- Zinsen und Credit 27 - 110
- Aktien 111 - 156

3. Anlageklassen im Fokus Teil 2 / Gesamtbeurteilung

- Alternative Anlagen (Private Debt, Infrastruktur, Gold) 157 - 204
- Immobilien (inkl. Hypotheken) 205 - 237
- Currency Overlay 238 - 256
- Würdigung und Gesamtbeurteilung 257 - 259
- Diskussion / weiteres Vorgehen 260

1. Ausgangslage / Grundlagen

Zielsetzung

Zielsetzung

- Complementa wurde von der «sgpk - St. Galler Pensionskasse» im Rahmen der Überprüfung der Anlageorganisation beauftragt, die beiden Themenbereiche «**aktive versus passive Bewirtschaftung**» sowie «**internes versus externes Management**» auf Stufe der aktuell investierten Anlagekategorien zu beurteilen.
- Neben der Aufarbeitung der Grundlagen zu diesen beiden Themenbereichen, sollen die aktuelle Ausgestaltung der Bewirtschaftung der sgpk pro investierter Anlagekategorie gewürdigt werden, sowie auf derselben Stufe die Anforderungen, Chancen und Risiken dieser beiden Themenbereiche transparent dargelegt werden.
- Es sollen im Kern insbesondere folgende Hauptfragestellungen beantwortet werden:
 - Welche Anlageklassen/Anlagethemen sollen aktiv, welche passiv umgesetzt werden?
 - Welche Anlageklassen/Anlagethemen sollen intern, welche extern bewirtschaftet werden?



Die daraus resultierenden Erkenntnisse sollen als Diskussions- und Entscheidungsbasis für die Ausgestaltung der Anlageorganisation dienen.

1. Ausgangslage / Grundlagen

Grundlagen Aktiv versus Passiv

Was ist eine aktive respektive passive Bewirtschaftung?

Bei einer passiven Bewirtschaftung wird eine Vergleichsgrösse/Benchmark bestmöglich repliziert. D.h., es wird in die gleichen Anlagen in einer ähnlichen Gewichtung investiert, wie die Benchmark enthält. Grundsätzlich eignet sich die passive Bewirtschaftungsart eher in effizienten Märkten.

Bei einer aktiven Umsetzung werden explizit einzelne Titel ausgesucht, indem die Titel analysiert werden um Unter- resp. Überbewertete Titel zu identifizieren. Ziel einer aktiven Umsetzung ist es, eine höhere risikoadjustierte Rendite zu erwirtschaften als die Benchmark.

	Passiv	Aktiv
Abweichung von der Benchmark	Geringer	Höher
Manager-Risiko	Geringer	Höher
Aufwand für die Umsetzung	Geringer	Höher
Entscheidungstransparenz	Höher	Geringer
Kosten der Umsetzung	Geringer	Höher

Grundsätzliche Vor- und Nachteile der aktiven versus passiven Bewirtschaftung

	Aktive Bewirtschaftung	Passive Bewirtschaftung
Kurzbeschreibung	Aktives Management versucht, die Benchmark zu schlagen	Bestmögliches Nachbilden des Benchmark Portfolios
Vorteile	<ul style="list-style-type: none"> • Potential zur Outperformance des Benchmarks • Know-how des Managers wird ausgenützt • Geringeres „Absolutes Risiko“ möglich 	<ul style="list-style-type: none"> • Geringe Abweichung vom Benchmark • I.d.R. geringere Kosten • Geringes „Relatives Risiko“ der Umsetzung
Nachteile	<ul style="list-style-type: none"> • Höheres (absolutes) Risiko möglich • Höheres (relatives) Risiko • Diversifikation üblicherweise geringer als bei passiver Umsetzung • Kosten i.d.R. höher als bei passiver Umsetzung 	<ul style="list-style-type: none"> • Keine Outperformance möglich • In illiquiden und hybriden Märkten (z.B. Wandelanleihen) schwierig in Umsetzung • In illiquiden Märkten nicht anwendbar
Eignung	<ul style="list-style-type: none"> • Erfolg v.a. in ineffizienten Märkten erwartet • Einsetzbar, um Restriktionen / Spezialwünsche durchzusetzen 	<ul style="list-style-type: none"> • v.a. in effizienten Märkten • Einsetzbar, wo keine Spezialrestriktionen benötigt werden

Funktionsweise der passiven Bewirtschaftung

- Bei einer **passiven Bewirtschaftung** besteht das Ziel, dieselbe Performance wie die Benchmark zu erreichen. Diese Nachbildung erfolgt meist durch eine der nachfolgend aufgeführten Replikationsstrategien:
 - **Vollständige Replikation (Full Replication)**: Es wird in alle der Benchmark zugrundeliegenden Titel investiert orientierend der Gewichtung gemäss der Benchmark.
 - **Optimierte physische Replikation (Optimized Sampling Method)**: Die Investition erfolgt in eine Teilmenge der Benchmark zugrundeliegenden Titel, welche insgesamt eine ähnliche Rendite zu erzielen vermögen.
 - **Synthetische Replikation (Synthetic Replication)**: Diese Form der Replikation erfolgt i.d.R. durch Tauschgeschäfte, d.h. via Swap auf der abzubildenden Benchmark.
 - **Wertpapierleihe (Securities Lending)**: Die Wertpapiere in einer physischen Replikationsmethodik werden gegen eine Gebühr verliehen. Dadurch kann ein zusätzlicher Ertrag erzielt werden. Durch die Wertpapierleihe entsteht jedoch ein zusätzliches Gegenparteirisiko.
- In der **aktiven Bewirtschaftung** besteht üblicherweise das Ziel, eine (risikoadjustierte) Überrendite gegenüber der Benchmark zu erzielen. Es bestehen unterschiedlichste Strategieformen je Anlagekategorie.
- Weiter bestehen **semiaktive** und **semipassive Bewirtschaftungsformen**, welche Teile von beiden Formen einsetzen.
- Bei **Zeichnungen** und teilweise auch bei **Rücknahmen** von **passiven Fonds** werden **Ausgabe- und Rücknahmespreadkosten** belastet.
- Bei passiven Gefässen erfolgen die Verkäufe und Käufe in der Regel zu fixen Zeitpunkten, häufig am Ende des Tages (Closing) respektive Ende des Monats.

Wahl aktive versus passive Umsetzungsform

- Die Wahl der Umsetzungsform, ob aktiv oder passiv ist u.a. abhängig von:
 - der Struktur, Informationsversorgung respektive Effizienz der Märkte. Im Grundsatz erfolgt eine passive Umsetzungsart eher in effizienten Märkten.
 - der Anlageklasse. Beispielsweise ist eine Replikation in den Obligationen durch die höhere Anzahl an Titeln und der Umschlagshäufigkeit durch die Laufzeitenstruktur herausfordernder für eine passive Form als in den Aktien.
 - dem Anlagethema. Beispielsweise wird üblicherweise dem Bereich der Small and Mid Caps infolge der geringeren Informationsversorgung in dessen Markt eine höhere Möglichkeit zur Generierung von Mehrwert unterstellt.
 - von der Region respektive dem Entwicklungsstand der Regionen.
- In der Regel gibt es in den meisten Märkten, auch effizienten Märkten, erfolgreiche aktive Umsetzungen. Dabei kann der Erfolg rein zufällig oder durch wirkliche Manager Skills erzielt werden. Die Herausforderung bei einer aktiven Umsetzungsart besteht somit in der Wahl diejenige Umsetzung zu wählen, bei welcher der Erfolg bewusst herbeigeführt wurde und über eine Kontinuität (persistente Anlageergebnisse) verfügt.

Gängige Kennzahlen zur Beurteilung von Umsetzungen (1)

- **Performance**
Die Performance widerspiegelt den prozentualen Erfolg (Gewinn/Verlust) einer Umsetzung resp. eines Portfolios über einen bestimmten Zeitraum in Relation zum durchschnittlich investierten Kapital. Beim relativen Performance-Vergleich wird die erzielte Performance mit derjenigen der Benchmark verglichen.
- **Volatilität / Standardabweichung**
Statistisches Mass für die Kurs-/Renditeschwankungen während eines bestimmten Zeitraums eines Portfolios.
- **Tracking Error**
Der Tracking Error entspricht der Volatilität der realisierten Renditedifferenzen. Damit kann beurteilt werden, wie stark die Portfoliorendite von der Benchmark-Rendite abweicht.
- **Sharpe Ratio**
Die Sharpe Ratio setzt die gegenüber dem «risikofreien» Zinssatz erzielte Überschussrendite ins Verhältnis zum Gesamtrisiko. Damit kann beurteilt werden, wie stark das total eingegangene Risiko durch eine Überschussrendite entschädigt wird.
- **Information Ratio**
Die Information Ratio setzt die gegenüber der Benchmark erzielte Über-/Minderrendite ins Verhältnis zum Tracking Error. Diese Kennzahl dient zur Beurteilung, inwiefern sich die Übernahme von unsystematischem Risiko gelohnt hat.
- **Alpha**
Risikoadjustierte Über-/Minderrendite einer Umsetzung gegenüber einer Benchmark. Das Alpha entspricht demjenigen Renditeanteil, welcher von der Marktrendite unabhängig ist. Diese Kenngrösse dient zur Beurteilung von aktiven Managern/Umsetzungen.
- **Beta**
Das Beta misst die Sensitivität einer Umsetzung relativ zur Benchmark und gibt Auskunft über das mit der Anlage übernommene systematische Risiko (Marktrisiko).

Gängige Kennzahlen zur Beurteilung von Umsetzungen (2)

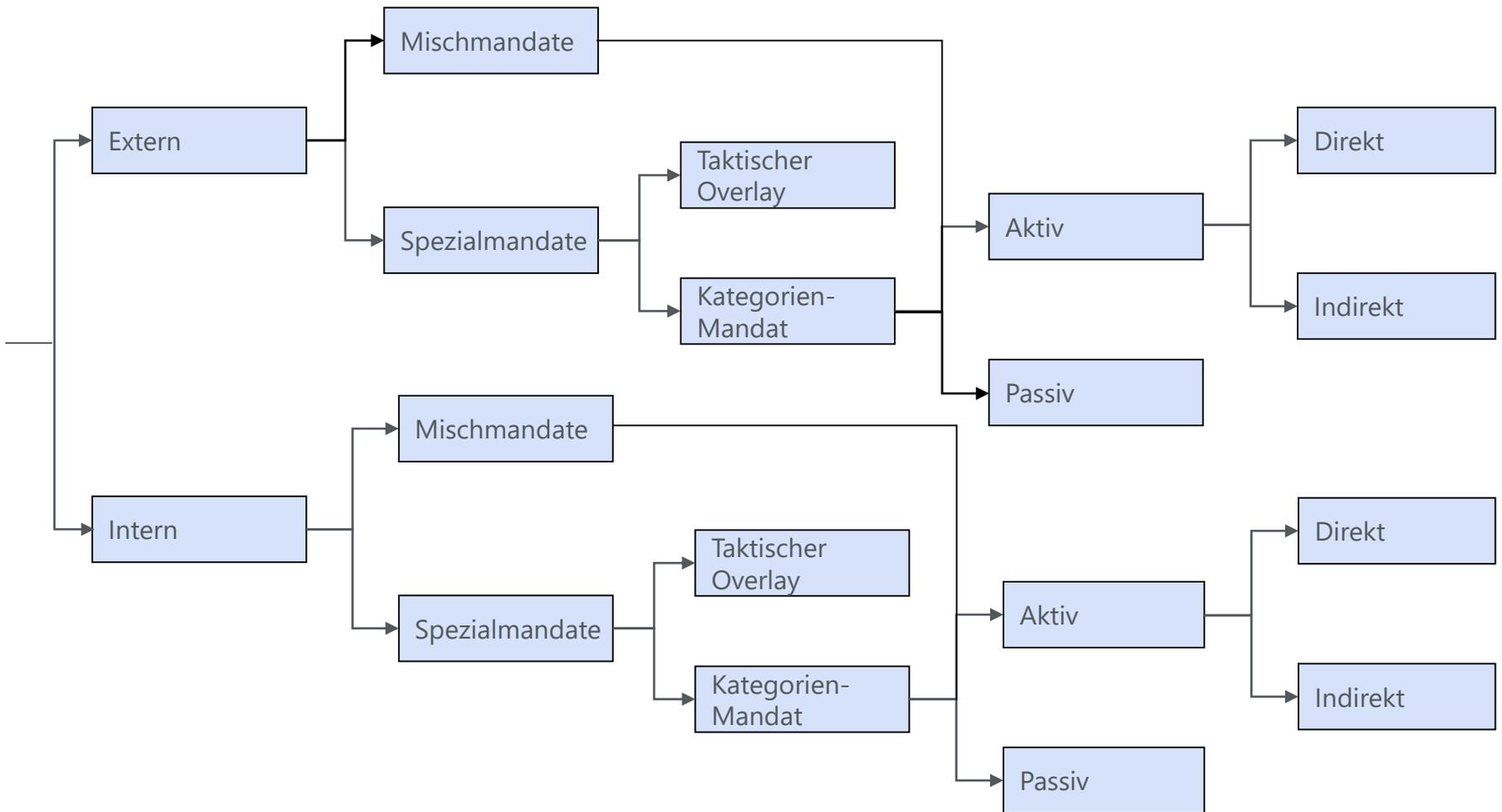
- Interpretation der vorhin erwähnten gängigen Kennzahlen bei aktiver versus passiver Bewirtschaftung:

	Aktive Bewirtschaftung	Passive Bewirtschaftung
Performance	Erzielung einer (risikoadjustierten) Überrendite gegenüber der Vergleichsgrösse	Erzielung derselben Performance (Replikation) wie diejenige der Benchmark. Demnach anstreben der selben absoluten Rendite respektive keine relativen Performancedifferenzen.
Volatilität/Standardabweichung	Durch die Zielsetzung der risikoadjustierten Überrendite weicht das Risiko in der Regel von derjenigen der Benchmark ab. Das Risiko der effektiven Umsetzung kann gegenüber dem Benchmark demnach höher oder tiefer liegen	Durch die Zielsetzung der Replikation der Vergleichsgrösse wird bestmöglich dieselbe Volatilität wie diejenige der Benchmark angestrebt.
Tracking Error	Durch die aktive Bewirtschaftung wird ein Tracking Error grösser als 0% erwartet. Mögliche Skalierung Tracking Error gem. FuW (Quelle Plan Sponsor Network): Enhanced mit Tracking Error von 0.5% - 3.0% und aktive Umsetzung > 3%.	Durch die passive Bewirtschaftung wird ein tiefer Tracking Error von nahezu 0% erwartet. Mögliche Skalierung Tracking Error gem. FuW (Quelle Plan Sponsor Network): Passive Umsetzung <0.5%.
Sharpe Ratio	Je höher die Sharpe Ratio desto höhere Entschädigung des eingegangenen Risiko über dem "risikofreien" Zinssatz. Demnach sollte bei aktiven Umsetzung eine höhere Sharpe Ratio angestrebt werden respektive bestmöglich höher liegen als diejenige der passiven Umsetzung. Die Kennzahl ist Marktzyklusabhängig.	Je höher die Sharpe Ratio desto höhere Entschädigung des eingegangenen Risiko über dem "risikofreien" Zinssatz. Die Kennzahl ist bei einer passiven Umsetzungsart eine Resultante aus der Replikation.
Information Ratio	Da die Information Ratio die Über-/Minderrendite ins Verhältnis zum unsystematischen Risiko (Tracking Error) setzt, sollte aufgrund der Zielsetzung der risikoadjustierten Überrendite eine positive Information Ratio angestrebt werden.	Durch die Zielsetzung der Replikation wird in der Regel keine Über-/Minderrendite sowie ein tiefer Tracking Error erwartet. Demnach entspricht die Information Ratio einer aktiven Messgrösse.
Alpha	Durch die Zielsetzung der risikoadjustierten Überrendite sollte positives Alpha angestrebt werden. Ein negatives Alpha indiziert ein risikoadjustierte negative Managerleistung.	Durch die Zielsetzung der Replikation wird in der Regel keine risikoadjustierte Über-/Minderrendite erzielt. Demnach entspricht das Alpha einer aktiven Messgrösse und sollte bei passiven Umsetzungen bei Null liegen.
Beta	Durch die Zielsetzung der risikoadjustierten Überrendite kann das systematische Risiko aktiver Umsetzung vom Markt abweichen, d.h. es sind Betas von kleiner, gleich oder grösser eins möglich.	Durch die Zielsetzung der Replikation sollte das Beta (systematische Risiko) der Umsetzung demjenigen des Markts entsprechen, d.h. Beta gleich eins.

1. Ausgangslage / Grundlagen

Interne versus externe Bewirtschaftung

Übersicht Umsetzungsart



Vor- und Nachteile der internen versus externen Bewirtschaftung

	Interne Bewirtschaftung	Externe Bewirtschaftung
Kurzbeschreibung	Die Vermögensbewirtschaftung der Anlagen erfolgt durch internes Fachpersonal.	Die Bewirtschaftung der Anlagen erfolgt durch externe Anbieter.
Vorteile	<ul style="list-style-type: none"> • Kostenvorteile bei höheren Volumina und aktiver Umsetzungsart möglich • Höhere Individualisierungsmöglichkeiten • Internes Anlage Know-How • Verfolgung gleicher Interessen 	<ul style="list-style-type: none"> • Investment-Expertise • Compliance / Governance • Exklusiver Zugang zu Transaktionen möglich (bspw. in illiquideren Anlagekategorien)
Nachteile	<ul style="list-style-type: none"> • Eigenes Portfoliomanagement und Infrastruktur notwendig resp. Ressourcenverfügbarkeit (insb. Contingency Plan) • Operationelle Risiken müssen selbst getragen werden (bspw. Misstrades) • Zunahme Anforderungen an Riskmanagement und Compliance 	<ul style="list-style-type: none"> • Höhere Kosten bei hohen Volumina und aktiven Umsetzungsarten • Individualisierungsmöglichkeiten gegenüber interner Bewirtschaftung meist geringer • Interessenskonflikte
Eignung / Beurteilung	<ul style="list-style-type: none"> • Einsatz bei höheren Volumina und gleichzeitig vergleichsweise tieferen Kosten sinnvoll. • Strategische Bedeutung und geringere Verfügbarkeit von vergleichbaren Anlagelösungen (make or buy Entscheidung) 	<ul style="list-style-type: none"> • Bei passiver Umsetzungsart i.d.R. Kostenvorteile vorhanden • Bei aktiven Umsetzungen je nach Anlagekategorie Eignung möglich; allfällig kostenineffizienter

Beurteilungsraster interne versus externe Bewirtschaftung

- Nachfolgende Kriterien werden zur Beurteilung der Eignung der internen versus externen Bewirtschaftung in den einzelnen Anlagekategorien angewendet werden:

Kriterium	Beurteilung
Kosten	Vergleich der Kosten bei interner versus externer Bewirtschaftung unter Berücksichtigung des Anlagevolumens und der Anlageform
Möglichkeiten zur Individualisierung	Individualisierungsmöglichkeiten innerhalb einzelner Anlagekategorien, wie beispielsweise bei Obligationen Adaptierung von Ratingrestriktionen und Durationsverkürzung oder bei Aktien Einsatz von Securities Lending.
Expertise	Erforderliches Know-How/Expertise sowie Beurteilung des Track Records
Risikomanagement / Compliance / Governance	Potentielle Stärken und Schwächen in Bezug auf die Organisation (Risikomanagement / Compliance / Governance) bei interner versus externer Bewirtschaftung.
Exklusiver Zugang zu Transaktionen	Grundsätzliche Relevanz eines proprietären Zugangs zu Transaktionen in den einzelnen Anlagekategorien sowie dessen Verfügbarkeit.
Interessenkonflikte	Welche potentiellen Interessenkonflikte bestehen bei interner versus externer Bewirtschaftung (Beispiel: Vermögensverwaltungsgebühren, Transaktionsgebühren, etc.)
Portfoliomanagementressourcen / Infrastruktur	Teamkapazität respektive personelle Ressourcen sowie verfügbare Infrastruktur bei interner versus externer Bewirtschaftung.
Operationelle Risiken	Organisation und Ausgestaltung hinsichtlich operationeller Risiken. Werden die operationellen Risiken primär intern oder extern getragen?

1. Ausgangslage / Grundlagen

Ausgangslage sgpk

Aktuelle Umsetzung sgpk – Aktiv versus Passiv

Kategorie	Volumen in		Umsetzungsart
	Mio. CHF	Bewirtschaftung	
Liquidität			
Liquidität	700.2	intern	aktiv
Hypotheken	164.3	intern	aktiv
Obligationen CHF			
Gallus Obligationen CHF	2'292.3	intern	aktiv
Gallus Obligationen CHF Mid-Term	450.6	intern	aktiv
Obligationen FW			
Gallus FW-Obligationen	426.8	extern	passiv
Gallus Unternehmensanleihen	249.2	extern	aktiv
Schroder Euro Corporates Bond Fund	95.3	extern	aktiv
CSIF (CH) Bond Corporate EUR ZB	88.8	extern	passiv
Overlay	6.4	intern	aktiv
Aktien Schweiz			
Gallus Aktien Schweiz	1'254.1	extern	passiv
Aktien Welt			
Gallus Aktien Welt Passiv	1724.7	extern	passiv
UBS Aktien Welt indexiert	189	extern	passiv
Gallus Aktien Welt Enhanced	0.5	extern	aktiv
Gallus Aktien Welt	0.2	extern	aktiv
Gallus Aktien Welt EmMa	97.1	extern	aktiv
CSIF (CH) Equity EmMa Blue DB	176.3	extern	passiv
Alternative Anlagen			
CSA Energie-Infrastruktur Schweiz	213.4	extern	aktiv
CS Energie-Infrastruktur Europa	134.7	extern	aktiv
Arcmont Direct Lendig Fund II	23	extern	aktiv
AST Swiss Capital Private Debt I	78.6	extern	aktiv
Committed Capital	63.1	extern	aktiv
Digital Transformation Fund SCS	4.9	extern	aktiv
Physisches Gold - ZKB CIF Physical Gold N	46.6	extern	passiv
Physisches Gold - Tresor bei Pictet, Cie	146.9	extern	passiv
Private Equities sgpk	0.1	extern	aktiv
Immobilien			
Direkte Immobilien	1'131.2	intern	aktiv
Direkte Immobilien AST	105.1	extern	aktiv
UBS RE Securities Passive	103.7	extern	passiv
Indirekte Immobilien	45.1	extern	aktiv

- **Rund 58%** der Vermögenswerte werden per Ende 2019 **aktiv** bewirtschaftet **und rund 42% passiv**.
- Eine Passivierung besteht mehrheitlich in den Aktien. Zudem werden die Obligationen FW Staatsanleihen (Gallus FW-Obligationen) sowie ein Teil der Obligationen FW Unternehmensanleihen (CSIF Bond Corporate EUR ZB) passiv umgesetzt.
- Die Immobilien sind mehrheitlich aktiv umgesetzt, mit Ausnahme der Umsetzung UBS RE Securities Passive (Anteil an Immobilien-Portfolio von ca. 7%).

Aktuelle Umsetzung sgpk – Interne versus externe Bewirtschaftung

Kategorie	Volumen in Mio. CHF	Bewirtschaftung	Umsetzungsart
Liquidität			
Liquidität	700.2	intern	aktiv
Hypotheken	164.3	intern	aktiv
Obligationen CHF			
Gallus Obligationen CHF	2'292.3	intern	aktiv
Gallus Obligationen CHF Mid-Term	450.6	intern	aktiv
Obligationen FW			
Gallus FW-Obligationen	426.8	extern	passiv
Gallus Unternehmensanleihen	249.2	extern	aktiv
Schroder Euro Corporates Bond Fund	95.3	extern	aktiv
CSIF (CH) Bond Corporate EUR ZB	88.8	extern	passiv
Overlay	6.4	intern	aktiv
Aktien Schweiz			
Gallus Aktien Schweiz	1'254.1	extern	passiv
Aktien Welt			
Gallus Aktien Welt Passiv	1724.7	extern	passiv
UBS Aktien Welt indexiert	189	extern	passiv
Gallus Aktien Welt Enhanced	0.5	extern	aktiv
Gallus Aktien Welt	0.2	extern	aktiv
Gallus Aktien Welt EmMa	97.1	extern	aktiv
CSIF (CH) Equity EmMa Blue DB	176.3	extern	passiv
Alternative Anlagen			
CSA Energie-Infrastruktur Schweiz	213.4	extern	aktiv
CS Energie-Infrastruktur Europa	134.7	extern	aktiv
Arcmont Direct Lendig Fund II	23	extern	aktiv
AST Swiss Capital Private Debt I	78.6	extern	aktiv
Committed Capital	63.1	extern	aktiv
Digital Transformation Fund SCS	4.9	extern	aktiv
Physisches Gold - ZKB CIF Physical Gold N	46.6	extern	passiv
Physisches Gold - Tresor bei Pictet, Cie	146.9	extern	passiv
Private Equities sgpk	0.1	extern	aktiv
Immobilien			
Direkte Immobilien	1'131.2	intern	aktiv
Direkte Immobilien AST	105.1	extern	aktiv
UBS RE Securities Passive	103.7	extern	passiv
Indirekte Immobilien	45.1	extern	aktiv

- **Rund 47%** der Vermögenswerte werden per Ende 2019 **intern** bewirtschaftet **und rund 53% extern**.
- Die interne Bewirtschaftung erfolgt in der Liquidität, den Obligationen CHF, Hypotheken und direkten Immobilienanlagen.
- Es bestehen Einanlegerfonds «Gallus Institutional Funds». Diese werden in den Kategorien Liquidität, Obligationen CHF, Obligationen FW, Aktien Schweiz und Aktien Welt mehrheitlich, eingesetzt.
- Die Alternativen Anlagen werden extern bewirtschaftet, mit Investments in Infrastruktur, Private Debt, Loans, Private Equities und Gold.
- Die Immobilien werden mehrheitlich via Direktanlagen intern bewirtschaftet; in geringerem Umfang via AST und Immobilienfonds.
- Die Bewirtschaftung der Hypotheken erfolgt durch eigens vergebene Hypotheken intern.

1. Ausgangslage / Grundlagen

Würdigung und Gesamtbeurteilung

Fazit pro Anlagekategorie (1)

Anlagekategorien	Aktiv vs. Passiv	Intern vs. Extern	Anlageleistung	Kosten
Liquidität	Bei Geldmarktfonds mit CHF Fokus erfolgt die Bewirtschaftung üblicherweise mit einem aktiven Ansatz .	Eine Analyse der Vorteile (Kosten, Individualisierung, Expertise, Vermeidung von Interessenkonflikten) und Nachteile (Ressourcen, operationelle Risiken) ergibt gegeben Anlage-volumen und Anlagestil deutliche Vorteile für internes Management .	Der Gallus Liquidity Fund verfügt über einen starken Track Record mit persistenten relativen Anlage-ergebnissen , bei negativen absoluten Performances, aufgrund des aktuell vorherrschenden Tiefzinsniveaus.	Der intern bewirtschaftete Gallus Liquidity Fund erscheint im Gebührenvergleich mit einer TER von 0.03% kostengünstig .
Obligationen CHF	Theoretisch lohnt sich aktives Obligationen-Management , u.a. um Zins- und Bonitätsrisiken aktiv zu steuern.	Eine Analyse der Vorteile (Kosten, Individualisierung, Expertise, Vermeidung von Interessenkonflikten) und Nachteile (Ressourcen, operationelle Risiken) ergibt bei gegebenem Anlagevolumen und Anlagestil deutliche Vorteile für internes Management .	Auf der Stufe der Teilfonds erzielte die sgpk, beurteilt basierend auf relativer Effizienz, eine ausgezeichnete Anlageleistungen . Auf der Gesamtstufe ist die Leistung leicht positiv .	Die Anlagelösungen sind im Quervergleich mit aktiver Konkurrenz mit 3 Bps äusserst kostengünstig . Zudem erzielten beide Umsetzungen seit Auflage bis Ende 2019 deutliche Vorsprünge (Obli CHF +0.33% p.a. und Obli CHF Mid-Term +0.17%). Damit resultiert ein deutlicher Nettoerfolg.
Obligationen FW	Strategisch werden die Obligationen FW je zur Hälfte passiv mit Staatsanleihen und aktiv mit Unternehmensanleihen umgesetzt. Theoretisch lohnt sich aktives Obligationen-Management, u.a. um Zins- und Bonitätsrisiken aktiv zu steuern. Obligationenmärkte bieten Ineffizienzen, die von aktiven Managern ausgenutzt werden können. Mit Core (passiv) Satellite (aktiv) Ansatz können Kostenvorteile via passivem Core verfolgt werden, während mit aktiven Managern Satellitenanlagen umgesetzt werden können (z.B. HY Anleihen, Emerging Markets Bonds).	Eine Analyse der Vorteile (Kosten, Ressourcen, operationelle Risiken) und Nachteile (Vermeidung von Interessenskonflikten) ergibt deutliche Vorteile für externes Management .	Die Staatsanleihen werden mit einer defensiven Ausrichtung gefahren, während bei den Unternehmensanleihen mit den aktiven Umsetzungen eher eine offensivere Ausrichtungen (z.B. mehr Kreditrisiko) verfolgt wird. Es ist unklar, ob die bei-den Kategorien Staatsanleihen und Unternehmensanleihen zusammen mind. eine Anlageleistung von einem Globalen Aggregate Bondindex erreichen sollen .	Die TER der passiven Umsetzungen sind deutlich tiefer als die beiden aktiven Umsetzungen , wobei diese mit rund einer TER 0.2% für aktive Umsetzungen attraktiv bepreist sind.
Aktien Schweiz	Die Umsetzung des Marktes in passiver Form erscheint zweckmässig. Dies auch vor dem Hintergrund, dass nur eine sehr tiefe Zahl der aktiven Manager im Schweizer Large Cap Segment ihre Benchmark schlagen konnte (insb. im mehrjährigen Vergleich). Im Sinne eines Core-Satellite Ansatzes könnte auch eine Ergänzung mit einem aktiven Manager im Segment der Small und Mid Caps zusätzlichen Mehrwert generieren, ist jedoch teilweise anderen Risikofaktoren (z.B. abweichende Kapitalisierung und andere Sektorallokation) ausgesetzt .	Eine Analyse der Vorteile (Kosten, Expertise, Ressourcen, operationelle Risiken) und Nachteile (Vermeidung von Interessenskonflikten) ergibt bei gegebenem Anlagevolumen und Anlagestil Vorteile für externes Management .	Die passive Umsetzung erzielte ein benchmarkkonformes Resultat .	Die Anlagelösungen ist mit 4 Bps relativ günstig . Es ist darauf hinzuweisen, dass in der relevanten Grös-senordnung (Investiertes Vermögen von über CHF 1.0 Mrd.) nicht viele Vergleichsmandate bestehen.

Fazit pro Anlagekategorie (2)

Anlagekategorien	Aktiv vs. Passiv	Intern vs. Extern	Anlageleistung	Kosten
Aktien Welt	<p>- Die Umsetzung des Gesamtmarktes (MSCI World) in passiver Form erscheint zweckmässig. Dies auch vor dem Hintergrund, dass nur eine sehr tiefe Zahl der aktiven Manager im Aktien Welt Large Cap Segment ihre Benchmark schlagen konnte, zu sehen.</p> <p>- Bei den Aktien Welt Small Cap kann eine aktive Umsetzung von Ineffizienzen profitieren, jedoch ist ein Grossteil der aktiven Manager auf einzelne Regionen fokussiert, weshalb die Regionenallokation auf Gesamtebene gesteuert werden müsste und hieraus allfällige Abweichungen zu passiven Umsetzungen resultieren können.</p>	<p>Eine Analyse der Vorteile (Kosten, Expertise, Ressourcen, operationelle Risiken) und Nachteile (Vermeidung von Interessenskonflikten) ergibt bei gegebenem Anlagevolumen und Anlagestil Vorteile für externes Management.</p>	<p>Die passive Umsetzungen erzielten ein benchmarkkonformes Resultat.</p>	<p>Die passive Anlagelösung ist mit rund 5 Bps relativ günstig. Möglicherweise ist aber eine weitere Kostensenkung um 0.5 1 Bps möglich. Es ist darauf hinzuweisen, dass in der relevanten Grössenordnung (Investiertes Vermögen von über CHF 1.0 Mrd.) nicht viele Vergleichsmandate existieren.</p>
Aktien Emerging Markets	<p>Im Bereich des Sub-Segments Aktien Emerging Markets kann eine aktive Umsetzung Sinn machen da diese Märkte weniger effizient sind und die Indizes jeweils mit gewissen Schwächen behaftet sind</p>	<p>Eine Analyse der Vorteile (Kosten, Expertise, Ressourcen, operationelle Risiken) und Nachteile (Vermeidung von Interessenskonflikten) ergibt bei gegebenem Anlagevolumen und Anlagestil Vorteile für externes Management.</p>	<p>Die passive Umsetzung erzielte ein benchmarkkonformes Resultat. Die aktive Emerging Markets Umsetzung blieb über die letzten drei Jahre hinter ihrer Benchmark zurück.</p>	<p>Bei einer Mandatsgrösse von rund CHF 100 Mio. scheint eine leichte Fee-Reduktion (5-10 Bps) bei der aktiven Emerging Markets Umsetzung möglich.</p>
Private Debt	<p>Umsetzungen im Private Markets Bereich erfolgen generell aktiv.</p>	<p>Eine Analyse der Vor- und Nachteile ergibt bei gegebenem Anlagevolumen Vorteile für externes Management. Vorteile insbesondere bei den Kosten, Expertise, Riskmanagement, exklusivem Zugang zu Transaktionen, Ressourcen und operationellen Risiken.</p>	<p>Beide Umsetzungen seit Mandatsbeginn mit positiven Renditen. Die beiden Private Debt Umsetzungen stellen zusammen nur rund 1% des Portfoliovermögens dar, somit ist der Effekt auf die Gesamtstufe marginal.</p>	<p>Die gesamte Anlagelösung weist eine produktgewichtete TER (vor Abzug der Origination Fee) von 2.6% aus (3/4 Swiss Capital AST Private Debt I mit TER 2.35% und 1/4 Arcmont DLF II mit TER 3.35%). Diese produktgewichtete TER der Gesamtumsetzung erscheint marktkonform.</p>
Gold	<p>Die Gold-Umsetzungen erfolgen passiv (Buy and Hold). Dies erscheint insbesondere unter Berücksichtigung der Rolle des Goldes im Portfoliokontext als zielführend.</p>	<p>Eine Analyse der Vor- und Nachteile ergibt bei gegebenem Anlagevolumen Vorteile für externes Management. Vorteile insbesondere hinsichtlich der Kosten, Expertise, Ressourcen und operationellen Risiken.</p>	<p>Die ETF-Umsetzung seit Mandatsbeginn mit positiven Renditen. Die physische Gold-Umsetzung seit Mandatsbeginn mit negativer Rendite. Die beiden Gold Umsetzungen stellen zusammen nur rund 2% des Portfoliovermögens dar, somit ist der Effekt auf die Gesamtstufe marginal.</p>	<p>Die Kosten sind insbesondere durch das mehrheitlich (ca. 75%) im Tresor der Pictet, Cie eingelagerte Gold, welche eine TER von 0.02% aufweist, tief gehalten.</p>
Infrastruktur	<p>Eine Anlage im Bereich Private Infrastruktur erfolgt grundsätzlich aktiv</p>	<p>- Internes Management ist nur bei sehr hohen Investitionsvolumen mit entsprechendem Aufbau von Ressourcen und Kompetenzen zweckmässig *- Bei der aktuellen Quote ist deshalb ein externes Management zu favorisieren.</p>	<p>Die CSA Energie Infrastruktur Schweiz konnte die Zielrendite von 4.5% p.a. seit Investitionsbeginn leicht übertreffen. Eine Beurteilung der Anlageleistung beim CS Energie Infrastruktur Europa ist angesichts der kurzen Laufzeit noch nicht möglich.</p>	<p>Die TER der CSA Energie Infrastruktur Schweiz entspricht derjenigen von grossen Infrastruktur-Fonds. Die TER der CS Energie Infrastruktur Europa ist (aktuell, vermutlich aufgrund starker Performance) vergleichsweise hoch.</p>

Fazit pro Anlagekategorie (3)

Anlagekategorien	Aktiv vs. Passiv	Intern vs. Extern	Anlageleistung	Kosten
Immobilien	<ul style="list-style-type: none"> - Das aktive Direktanlageportfolio ist breit diversifiziert, verfügt über eine hervorragende Portfoliocharakteristik und konnte in der Vergangenheit den KGAST-Index übertreffen, bei geringeren Kosten. - Im Vergleich zu nicht-kotierten Anlagen sind Immobilienfonds deutlich volatil, weisen eine sehr hohe Zinssensitivität auf (auch kurzfristig) und korrelieren in der kurzen Frist stark mit Aktien. - Einige aktiv extern verwalteten Fonds, welche in Immobilienfonds investieren, können die Benchmark und damit auch passiven Umsetzungen auf absoluter und relativer risikoadjustierter Basis übertreffen. 	<ul style="list-style-type: none"> - Das interne bewirtschaftete Direktanlageportfolio konnte den KGAST-Index in der Vergangenheit übertreffen (ist zudem breit diversifiziert, mit hervorragender Portfoliocharakteristik). - Gegeben der Ressourcen der sgpk ist die externe Verwaltung der kotierten Immobilienfonds zweckmässig. 	<p>Das Direktanlagenportfolio konnte in der Vergangenheit die Peer-Group (KGAST Index) stets übertreffen, dies bei geringeren Kosten.</p> <p>Die Anlageleistung des passiven Immobilienfonds ist benchmarkkonform.</p>	<p>Das Total Expense Ratio der Direktanlagen der sgpk ist tief als dasjenige des Vergleichsindex (KGAST).</p>
Hypotheiken	<p>Die aktive Umsetzungsart in den Hypotheiken ist zweckmässig, zumal auch keine Möglichkeiten von passiven Umsetzungsformen bestehen.</p>	<p>Eine Analyse der Vorteile (Kosten, Möglichkeiten zur Individualisierung, Expertise, Interessenkonflikten) und Nachteile (Risikomanagement /Compliance/Governance, Ressourcen, operationelle Risiken) ergibt insgesamt Vorteile für das interne Management.</p>	<p>Die Hypotheiken-Umsetzung erzielte 2019 im Universumsvergleich ein überdurchschnittliches Ergebnis.</p>	<p>Die Kosten der internen Hypotheikenumsetzung sind mit einer TER von 0.11% im Vergleich zu Kollektivanlagen (0.2% - 0.55%) sehr günstig.</p>
Currency Overlay	<ul style="list-style-type: none"> - Aus Sicht Complementa überwiegen Vorteile (insbesondere Prognosefreiheit und consequentes Hedging) des passiven gegenüber dem aktiven Währungsmanagement, insbesondere da Absicherungskosten aus Zinsdifferenz langfristig entfallen. - Basierend auf den vorliegenden Informationen gelangt Complementa zum Eindruck, das die Steuerung der Währungsexposures pro Anlagekategorie erfolgt. Währungen sollten als eigenständige Anlageklasse betrachtet und als solche bewirtschaftet werden. Dazu erforderlich wäre eine Hedge Ratio und (passive) Bandbreiten pro (Haupt-) Währung über das Gesamtvermögen sowie ein entsprechendes Benchmarking. 	<p>Wegen der passiven Verwaltung der Währungsexposures ergeben sich leichte Vorteile für das interne Management, d.h. Beibehaltung des Status Quo. Sollte aktives Management gewünscht werden (was Complementa nicht empfiehlt, im Rahmen des Anlagereglements aber zulässig wäre), würde sich u.a. wegen Investment Beliefs des Managementteams die Prüfung einer externen Lösung aufdrängen.</p>	<p>Der sgpk gelang es, in zwei von drei Mandaten Mehrwert zu schaffen. Die Evidenz ist aber nicht repräsentativ (nur Obligationen FW-Mandate / nur über ein Jahr).</p>	<p>Die Prozesse (insbesondere auch im Zusammenhang mit der Preisstellung sowie den Gegenpartnern aus den OTC-Derivaten) scheinen adäquat ausgestaltet. Die sgpk beschränkt sich auf die Bewirtschaftung der Hauptwährungen (USD, EUR und GBP), was aus Sicht Complementa aus Effizienzgründen zweckmässig ist.</p>

Empfehlungen pro Anlagekategorie (1)

Anlagekategorien	Aktiv vs. Passiv	Intern vs. Extern
Liquidität	<p>Beibehaltung aktive Bewirtschaftung</p> <p>Üblicherweise erfolgt eine aktive Bewirtschaftung bei CHF fokussierten Geldmarktfonds.</p>	<p>Beibehaltung internes Management</p> <ul style="list-style-type: none"> - Starker Track Record mit persistenten relativen Anlageergebnissen - Kostengünstige und effiziente Anlagelösung <p>- mittels organisatorischer Ausgestaltung sind mit unabhängiger Fondsleitung Checks and Balances adäquat etabliert</p>
Obligationen CHF	<p>Beibehaltung aktive Bewirtschaftung</p> <p>Nutzen (Outperformancepotenzial und aktive Risikosteuerung) überwiegen Kosten (Abweichungsrisiko)</p>	<p>Beibehaltung internes Management</p> <ul style="list-style-type: none"> - Bislang äusserst erfolgreiche Verwaltung, basierend auf Effizienzkennzahlen <p>- mittels organisatorischer Ausgestaltung sind mit unabhängiger Fondsleitung Checks and Balances adäquat etabliert</p> <ul style="list-style-type: none"> - Portfoliomanager sind kostenbewusst und streben nach effizienten Lösungen - Individualisierung mit Fokus auf erstklassige Anleihen (in begrenztem Umfang auch auf Anleihen mittlerer Qualität) gemäss Vorgabe des Stiftungsrats.
Obligationen FW	<ul style="list-style-type: none"> - Kostengünstige, passive Global Aggregate Lösungen als Core prüfen. - Beibehalten aktives Management für Satellitenlösungen kann sinnvoll sein. Definition, welche Strategie die aktiven Manager verfolgen sollen. - Weshalb Regionenfokus US und EUR und Verzicht auf globale Lösung? - Mit einem Globalen Core Bonds Ansatz, können sich als Satelliten aktive Globale HY Anleihen (oder wiederum EUR und US HY Anleihen) eignen. - Mögliche Reduktion der Kostenquote durch grossen passiven Core und Schwerpunkte via aktiven Satelliten-Umsetzungen. 	<p>Beibehaltung externes Management</p> <ul style="list-style-type: none"> - Obligationen FW global kostengünstig mit passiven externem Management umsetzbar. - Obligationen FW umfasst grosses Universum, wofür interne Expertise nur schwer aufbaubar.
Aktien Schweiz	<p>Beibehaltung passive Bewirtschaftung</p> <p>Ergänzung von aktivem Satelliten im Segment Aktien Small & Mid Caps prüfen</p> <ul style="list-style-type: none"> - SMI/SPI können als effiziente Marktsegmente gesehen werden, wo eine konsistente Outperformance (via aktives Management) sehr schwierig ist. Eine passive Indexierung (full Replication) ist einfach und zu tiefe Kosten möglich - Im Subsegment Aktien Small & Mid Caps kann eine aktive Umsetzung Mehrwert generieren, eine sorgfältige Managerselektion ist zentral 	<p>Beibehaltung externes Management</p> <ul style="list-style-type: none"> - Bislang erfolgreiche Verwaltung, basierend auf Effizienzkennzahlen <p>- mittels organisatorischer Ausgestaltung sind mit unabhängigem Fondsmanager (CS) Checks and Balances adäquat etabliert</p> <ul style="list-style-type: none"> - Die Kosten sind tief gehalten
Aktien Welt	<p>Beibehaltung passive Bewirtschaftung</p> <ul style="list-style-type: none"> - Aktien Welt (Developed) können als effiziente Marktsegmente gesehen werden, wo eine konsistente Outperformance (durch aktives Management) sehr schwierig ist. Eine passive Indexierung (full Replication) ist einfach und zu tiefe Kosten möglich - Im Subsegment der Small Caps werden Marktineffizienzen erwartet, weshalb eine aktive Umsetzung Mehrwert generieren könnte. Da die Manager meist über regionenfokussierte Umsetzungen verfügen, wäre eine Steuerung der strategischen Regionenallokation innerhalb der Aktien notwendig. Zudem könnten durch diese Ergänzung teilweise Allokationen mit andere Risikofaktoren resultieren (z.B. abweichende Kapitalisierung und Sektorallokation). 	<p>Beibehaltung externes Management</p> <ul style="list-style-type: none"> - Bislang erfolgreiche Verwaltung, basierend auf Effizienzkennzahlen <p>- mittels organisatorischer Ausgestaltung sind mit unabhängigem Fondsmanager (CS) Checks and Balances adäquat etabliert</p> <ul style="list-style-type: none"> - ausreichende Grösse der jeweiligen Manager in den Segmenten - Die Kosten sind tief gehalten
Aktien Emerging Markets	<p>Aktive (und passive) Bewirtschaftung</p> <p>Im Subsegment Aktien Emerging Markets kann eine aktive Umsetzung Mehrwert generieren, eine sorgfältige Managerselektion ist zentral, der bestehende aktive Manager sollte überprüft werden.</p>	<p>Externes Management - Überprüfung der aktiven Umsetzung</p> <p>Die erforderliche Expertise sowie die notwendigen Ressourcen und operationelle Risiken ergeben insgesamt Vorteile für ein externes Management</p>

Empfehlungen pro Anlagekategorie (2)

Anlagekategorien	Aktiv vs. Passiv	Intern vs. Extern
Private Debt	<p>Beibehaltung aktive Bewirtschaftung</p> <p>Alternative Anlagen können in der Regel nur aktiv umgesetzt werden</p>	<p>Beibehaltung externes Management</p> <ul style="list-style-type: none"> - Bislang erfolgreiche Verwaltung, basierend auf absoluter Rendite, wobei der Beitrag auf die Gesamtstufe durch die tiefe Allokation gering ist. - Spezialisierte externe Manager verfügen oft über exklusiven Zugang zu Transaktionen und über die erforderliche Expertise.
Gold	<p>Beibehaltung passive Bewirtschaftung</p> <p>Die passive Goldumsetzung ist zielführend (insbesondere unter Berücksichtigung der Rolle des Goldes im Portfoliokontext) sowie den geringen Kosten</p>	<p>Beibehaltung externes Management</p> <ul style="list-style-type: none"> - Verwaltung erfolgte bis dato basierend auf absoluter Rendite grundsätzlich im Rahmen der Erwartungen, wobei der Beitrag auf die Gesamtstufe durch die tiefe Allokation gering ist - Die Aufteilung zwischen günstiger Goldverwahrung im Tresor und liquider ETF-Umsetzung erscheint zielführend - Die Kosten sind insbesondere durch das mehrheitlich (ca. 75%) im Tresor der Pictet, Cie eingelagerte Gold tief gehalten.
Infrastruktur	<p>- Beibehaltung aktiven Bewirtschaftung</p> <ul style="list-style-type: none"> - Weitere Diversifikation über verschiedene Infrastruktursektoren - Weitere regionale Diversifikation (bspw. in amerikanischen Markt) - Beibehalten der Core/Core+-Strategie und damit Sicherstellung der regelmässigen Cash-Flows resp. des defensiven Charakters <ul style="list-style-type: none"> - Anlagen im Bereich Private Infrastruktur erfolgen grundsätzlich aktiv - Das aktuelle Portfolio der sgpk weist eine Konzentration im Bereich der Energie Infrastruktur und deckt ausschliesslich den europäischen Markt ab. 	<p>Beibehaltung externes Management</p> <ul style="list-style-type: none"> - Internes Management nur bei sehr hohen Investitionsvolumen mit entsprechendem Aufbau von Ressourcen und Kompetenzen zweckmässig. - Bei der aktuellen Quote für Infrastrukturanlagen ist deshalb ein externes Management zu favorisieren.
Immobilien	<p>- Beibehaltung der aktiven Inhouse Direktanlage-Umsetzung</p> <p>- Überprüfung der Beimischung kotierter Immobilienfonds</p> <p>- Bei Beibehaltung kotierter Immobilienfonds: Überprüfung der passiven Umsetzung zu Gunsten einer aktiven Umsetzung</p> <ul style="list-style-type: none"> - Das Inhouse-Direktanlagenportfolio ist breit diversifiziert, weist hervorragende Portfoliocharakteristiken auf und konnte in der Vergangenheit den KGAST Index stets übertreffen, dies bei geringeren Kosten. - Nutzen der Beimischung kotierter Immobilienanlagen aufgrund deren Charakteristiken (Korrelation zu Aktien in der kurzen Frist, sehr hohe Zinssensitivität, Volatilität) beschränkt, sofern diese nicht zur Erreichung der Immobilienquote aufgrund der Knappheit der nicht-kotierten Immobilien genutzt werden und/oder zur aktiven taktischen Steuerung der Anlagekategorie - Einige aktiv verwaltete Immobilienfonds können den Vergleichsindex auf absoluter und relativer risikoadjustierter Basis übertreffen. 	<p>- Beibehaltung internes Management in den Immobilien Direktanlagen</p> <p>- Bei Verbleib in kotierten Immobilien externes Management beibehalten</p> <ul style="list-style-type: none"> - Das Inhouse-Direktanlagenportfolio ist breit diversifiziert, weist hervorragende Portfoliocharakteristiken auf und konnte in der Vergangenheit die Peer-Group (KGAST Index) stets übertreffen, dies bei geringeren Kosten.
Hypothesen	<p>Beibehaltung aktive Bewirtschaftung</p> <p>In dieser Anlagekategorie bestehen keine passiven Umsetzungsformen</p>	<p>Beibehaltung internes Management</p> <ul style="list-style-type: none"> - Deutlich kostengünstige interne Verwaltung gegenüber Kollektivanlagen - Die Möglichkeiten zur Ausgestaltung bspw. hinsichtlich der Kreditqualität und der Belehnungsquote kann individueller vorgenommen werden. - Es besteht internes Know-How / Expertise mit erfolgreichem Track Record.
Currency Overlay	<p>- Beibehaltung passive Bewirtschaftung</p> <p>- Bewirtschaftung der Währungen als eigenständige Anlageklasse im Gesamtvermögenskontext</p> <ul style="list-style-type: none"> - Da das Eingehen von Fremdwährungsrisiken nicht grundsätzlich mit einem Mehrertrag entschädigt wird, empfiehlt sich die Absicherung von Fremdwährungsrisiken. Dies gilt insbesondere für Investoren mit Referenzwährung CHF in Krisenzeiten. Aufgrund der schwierigen Prognostizierbarkeit von Wechselkursveränderungen empfehlen wir ein passives Management. 	<p>Beibehaltung internes Management</p> <ul style="list-style-type: none"> - Passive Währungsbewirtschaftung erfolgte, soweit basierend auf wenig zur Verfügung stehender Evidenz beurteilbar, erfolgreich. - Bewirtschaftungsprozesse sind soweit beurteilbar state of the art - Passive Währungsbewirtschaftung kann nach Ansicht Complementa weiterhin durch das Interne Management umgesetzt werden.

2. Anlageklassen im Fokus Teil 1

Zinsen und Credit

2. Anlageklassen im Fokus Teil 1

Zinsen und Credit – Liquidität

Liquidität – Wichtigste Merkmale

- Die **Anlagekategorie** besteht aus **Forderungen** denominated in **Schweizer Franken** sowie **Fremdwährungen**.
- Neben Post- und Bankenguthaben umfasst die Kategorie Liquidität beispielsweise auch Call- und Festgelder sowie Obligationen mit kurzer Laufzeit, in der Regel mit Laufzeiten kürzer als ein Jahr.
- Es bestehen bei der Kategorie Liquidität insbesondere folgende **Risiko-Merkmale**:
 - Zinsänderungsrisiken
 - Schuldnerisiken
 - Fremdwährungsrisiken (im Falle von Forderungen denominated in Fremdwährungen)
- Aus **regulatorischen** Gesichtspunkten kann gemäss Art. 55 BVV2 100% des Vermögens in die Kategorie Liquidität investiert werden, jedoch aber maximal 30% des Gesamtvermögens an Fremdwährungspositionen. Die jüngste Gesetzgebung unterscheidet gemäss Art. 53 Abs. 1 lit. b und Art. 53 Abs. 3 BVV2 bei Forderungen nach herkömmlichen und alternativen Forderungen.
- Gängige Benchmark sind FTSE CHF 3-Mo. Eurodeposit respektive Libor CHF 3 Monate

Liquidität – Rolle im Portfoliokontext

Gründe für den Einbezug in ein diversifiziertes Portfolio

- **Bewirtschaftung:** Unmittelbare Liquidität zur Wahrnehmung der operativen sowie anlageseitigen (bspw. Reallokationen) Bewirtschaftung
- **Diversifikation** des Gesamtportfolios durch Beimischung einer stark defensiven Anlagekategorie. In aktuellem Tiefzinsniveau jedoch mit negativer Renditeperspektive.
- **Beschränkung der Drawdowns** auf Ebene des Gesamtportfolios
- **Glättung** des Renditestroms auf Gesamtportfolio-Ebene. Allerdings im derzeitigen Tiefzinsumfeld mit Reduktion des Renditestroms.
- **Tiefe Korrelation** gegenüber risikoreichen Anlagekategorien vor allem in Krisenzeiten

Liquidität – Chancen und Risiken

Chancen	Risiken
Konsistenter, jedoch tiefer Renditestrom (im derzeitigen Tiefzinsumfeld Renditeperspektive negativ)	Schlechte Rendite-/Risikoeigenschaften im aktuellen Tiefzinsumfeld
Beschränkung der Drawdowns auf Gesamtportfolio-Ebene insbesondere in Krisenphasen	Zinssensitivitäten , jedoch limitiert durch kurze Laufzeiten
Exposure zu Schuldner , die über andere Anlagekategorien nicht aufgebaut werden können, wie z.B. Eidgenossenschaft oder Schweizer Kantone und Pfandbriefe (hohe Bonitäten)	Geringe Renditeerwartung aufgrund des historisch tiefen Zinsumfeldes und teilweiser negativer Verfallsrenditen
Verbesserung der Gesamtportfolio- Diversifikation durch Exposure zu alternativen Risikofaktoren , die vor allem in Krisenphasen den Status eines Safe Haven haben	Schuldnerisiko abhängig von der Entwicklung der Schuldnerqualitäten

Liquidität – Risikodimensionen / Überblick

Liquiditätsanlagen wie beispielsweise Festgeldanlagen oder kurzfristige Obligationen sind vor allem von Schuldner- und Zinsrisiken sowie allfällig Fremdwährungsrisiken geprägt. Beim Schuldnerisiko wird primär zwischen der Ratingqualität, der Sektor-Zugehörigkeit als auch des Schuldnerdomizils unterschieden. Unter dem Zinsrisiko werden Zinssensitivität und Verfallsrendite subsumiert.

- **Schuldnerisiko**

Liquiditätsanlagen wie bspw. kurzfristige Obligationen bestehen in der Regel aus Schuldnern im Investment Grade-Bereich (d.h. von AAA-BBB), meist jedoch in den erstklassigen Bereichen AAA – AA. Die Hauptsektoren umfassen meist kurzfristige Staatsanleihen und Festgeldanlagen. Beim Schuldner-domizil wird zwischen den einzelnen Länder oder Regionen unterschieden.

- **Zinsrisiko**

Liquiditätsanlagen wie bspw. kurzfristige Obligationen sind abhängig vom herrschenden Zinsniveau. Steigende Zinsen lassen die Kurse fallen und vice versa. Je länger die Laufzeit und je tiefer der Coupon desto höher ist grundsätzlich die Zinssensitivität, bzw. auch Duration genannt, der Obligation. Die Verfallsrendite (yield-to-maturity) ist der jährliche Ertrag, den die Obligation bei gleich bleibendem Zinsniveau bis zum Verfall abwirft. Es besteht bei Liquiditätsanlagen in der Regel kurzfristige Laufzeiten von unter 1 Jahr, weshalb das Zinsrisiko limitiert ist.

- **Währungsrisiko**

Die Fremdwährungen können gegenüber dem Schweizer Franken abgesichert werden oder nicht. Bei der Währungsabsicherung schmälert die Zinsdifferenz zwischen den beiden Zinskurven den Ertrag, so dass Obligationen FW hedged eine ähnliche Rendite-/Risikostruktur wie Obligationen CHF aufweisen.

Liquidität – Aktiv versus passiv

- Meist wird als Benchmark auf Stufe Kategorie der FTSE CHF 3-Mo. Eurodeposit respektive Libor CHF 3 Monate verwendet.
- Auf Produktstufe wird bei CHF fokussierten Umsetzungen ebenfalls häufig diese Benchmark verwendet. Eventuell jedoch auch die Laufzeit verkürzt (bspw. auf 1 Monat) oder aber etwas verlängert (bspw. 6 Monate).
- Die Bewirtschaftung von Geldmarktfonds mit CHF Fokus erfolgen in der Regel mit einem **aktiven Management-Ansatz**.

Liquidität – Interne versus externe Bewirtschaftung

Kriterium	Beurteilung	Vorteile für ...
Kosten	Anlagevolumen in Gallus Liquidity Management Fonds von mehr als CHF 300 Mio. Die Bewirtschaftung erfolgt aktiv. Die Kosten sind mit einer TER von 0.03% kostengünstig .	Internes Management
Möglichkeiten zur Individualisierung	Gallus Liquidity Fund spezifisch mit Fokus auf erstklassige Geldmarktanlagen. Dabei Fokus auf hohe Schuldnerbonität.	Internes Management
Expertise	Der Track Record spricht für das Team der sgpk	Internes Management
Risikomanagement / Compliance / Governance	Potenzielle Schwäche bei internem Management, durch Organisation mit Einlegerfonds sowie damit verbundene Delegation bspw. des Risikomanagements an unabhängige Fondsleitung (Credit Suisse) mitigiert	Beide gleichwertig
Exklusiver Zugang zu Transaktionen	Im Zusammenhang mit liquiden Anlagen von untergeordneter Bedeutung	Beide gleichwertig
Interessenkonflikte	Potenzielle Interessenkonflikte scheinen bei externem Management höher (Vermögensverwaltungsgebühren, Transaktionsgebühren etc.)	Internes Management
Portfoliomanagementressourcen / Infrastruktur	Team ggf. klein, in jedoch hochliquider Anlageklasse, Team bei externen Verwaltern tendenziell grösser	Externes Management
Operationelle Risiken	Müssen, sofern nicht in Verantwortung der Fondsleitung, von sgpk getragen werden, können aber durch geeignete organisatorische Massnahmen minimiert werden	Externes Management
Fazit: Die detaillierte Analyse der Vor- und Nachteile ergibt bei gegebenem Anlagevolumen und aktivem Verwaltungsstil deutliche Vorteile für das interne Management, d.h. Beibehaltung des Status Quo		

Liquidität – Gebühren

- Die geschätzte Total Expense Ratio für externe aktive Geldmarktfonds mit CHF Fokus liegt bei rund 0.04% bis 0.15%.
- Die Total Expense Ratio des Gallus Liquidity Funds der sgpk beträgt 0.03%.
- Die intern bewirtschaftete Umsetzung der sgpk erscheint im Vergleich zum Universum mit CHF-Fokus demnach als sehr kostengünstig.

Liquidität – Umsetzung sgpk / Grundlagen

- Die Liquidität wird in nachfolgende drei Positionen unterteilt, wobei sich innerhalb der Subposition «Liquidität» der Gallus Liquidity Fund (Volumen von rund CHF 309 Mio.) befindet:

Umsetzung	Volumen in Mio. CHF
Liquidität	700.2
Liquidität	431.8
Externe Liquidität	70
Sichtgeld St. Galler KB	198.5

- Die **Bewirtschaftung** des Gallus Liquidity Funds erfolgt **intern**.
- Rechtsform: **Einanlegerfonds** Gallus Institutional Funds – Umbrella-Fonds schweizerischen Rechts der Art «Übrige Fonds für traditionelle Anlagen» für qualifizierte Anleger
- Die Umsetzung erfolgt mit einem **aktiven Bewirtschaftungs-Ansatz** mit Fokus auf erstklassige Geldmarktinstrumente sowie Forderungswertpapiere, wobei einer **ausgezeichneten Schuldnerbonität** grösste Beachtung geschenkt wird. Zudem sind auch Sichtgeldanlagen (Restlaufzeit 12 Monate; max. 3 Jahre) zulässig.

Liquidität – Rendite Gesamtsegment

Risiko-Rendite-Analyse - seit Mandatsbeginn, annualisiert | 31.12.2019

PORTFOLIO (PF)	MARKTWERT 31.12.19 CHFm	PERFORMANCE		VOLATILITÄT		SHARPE RATIO		TE %	IR	ALPHA %	BETA
		PF	BM	PF	BM	PF	BM				
		%	%	%	%						
Liquidität	700.2	0.61	0.12	0.3	0.3	2.1	-1.1	0.2	2.4	0.4	0.2

Risikokennzahlen seit Beginn | 31.12.2019

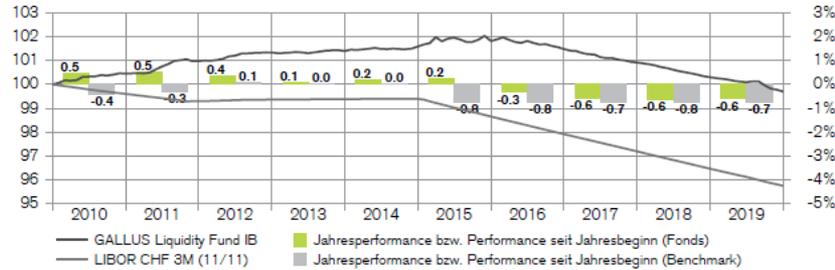
PORTFOLIO (PF)	MARKTWERT 31.12.19 CHFm	PERFORMANCE										VOLATILITÄT					TRACKING ERROR				INFORMATION RATIO			
		-4.0	-2.0	0.0	2.0	4.0	6.0	8.0	10.0	0.0	5.0	10.0	15.0	20.0	0.0	2.0	4.0	6.0	8.0	-1.0	0.0	1.0	2.0	3.0
		0.0										0.0					0.0				0.0			
Liquidität	700.2	0.6 0.1										0.3 0.3					0.2				2.4			

Quelle: Pictet STAR – Strategic Asset Reporting für die St. Galler Pensionskasse (sgpk) per 31.12.2019

- **Rendite:** Seit Mandatsbeginn resultiert annualisiert eine Rendite auf dem Gesamtsegment von +0.6% und damit eine **annualisierte Outperformance von +0.5%**.
- **Risiko:** Seit Mandatsbeginn mit **identischem Risiko** (Volatilität).
- **Effizienz** (Rendite-/Risikoverhältnis): Auf **absoluter Ebene** (Sharpe Ratio) mit gegenüber der Benchmark verbesserter Effizienz. Auf **relativer Ebene** (Information Ratio) auf Stufe Gesamtsegment mit gutem Ergebnis.

Liquidität – Umsetzung sgpk – Gallus Liquidity Fund

Netto-Performance in CHF (zurückgesetzt auf Basis 100) und Jahresperformance¹⁾

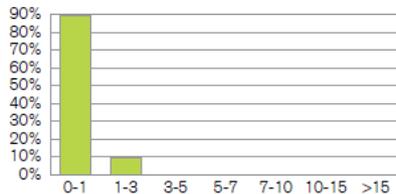


Netto-Performance in CHF¹⁾

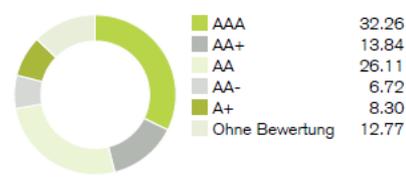
	1 Monat	3 Monate	6 Monate	YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	3 Jahre	5 Jahre	ITD*
								% p.a.	% p.a.	
Fonds	-0.07	-0.26	-0.39	-0.60	-0.60	-1.76	-1.87	-0.59	-0.38	0.47
Benchmark	-0.06	-0.19	-0.39	-0.75	-0.75	-2.22	-3.69	-0.75	-0.75	-4.53

1) seit Auflegung

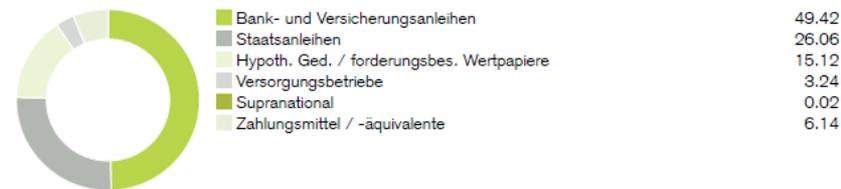
Restlaufzeiten in Jahren



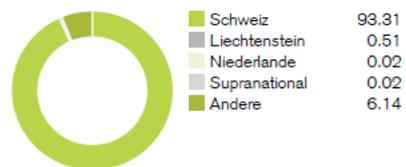
Kredit-Ratings in %



Vermögensaufteilung in %



Länder in %

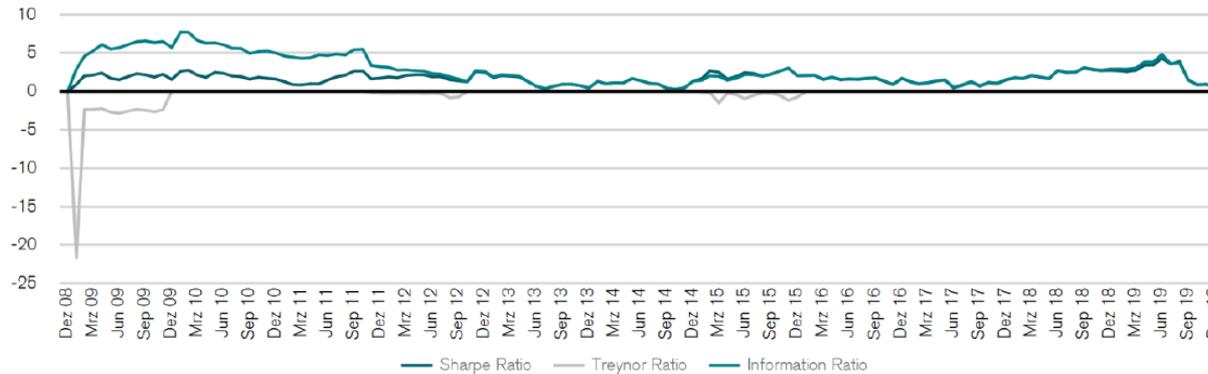


- Bewirtschaftung: Intern
 - Aktive Selektion von erstklassigen Geldmarktinstrumenten, Forderungswertpapiere und Sichtgeldanlagen (12 Monate; max. 3 Jahre).
 - Bei Erwerb Mindeststrating von A
 - Auflagedatum: 17.12.2008
 - Benchmark: Libor CHF 3M
 - Seit Auflage 17.12.2008 bis Ende 2019 auf Nettobasis kumulierte Outperformance von +5.0% gegenüber der Benchmark. Inklusive Berücksichtigung des Q1 2020 resultiert eine **Outperformance von +4.7%**, was einem **Nettoüberschuss von CHF 31.5 Mio.** entspricht.
 - **Persistente historische Anlageergebnisse**, da über mehrere Perioden mit Vorsprung gegenüber der Benchmark.
 - Seit Auflage bis Ende 2019 mit tiefer Volatilität. Der Tracking Error liegt bei 0.23 und die Information Ratio bei 2.0.
- ⇒ **Starke relative Anlageergebnisse, mit derzeit negativen absoluten Performances, aufgrund des aktuell vorherrschenden Tiefzinsniveaus.**

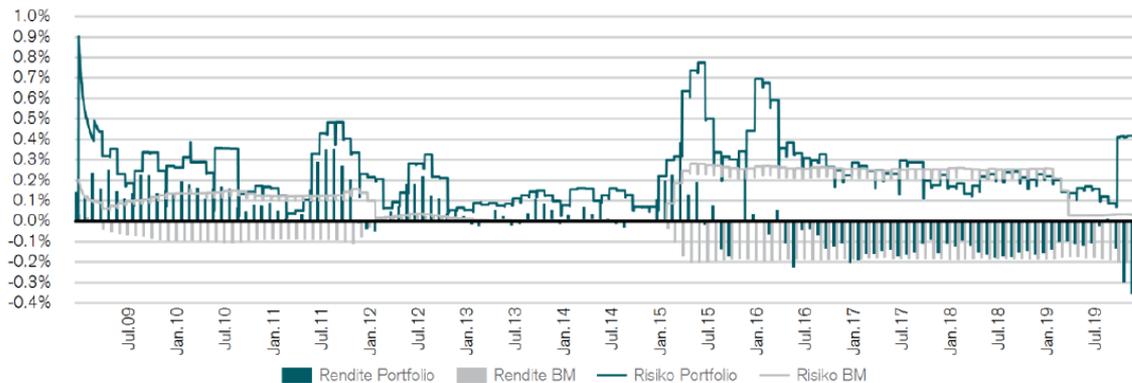
Quelle: Factseet Gallus Liquidity Fund per 31.12.2019

Liquidität – Gallus Liquidity Fund – Effizienz im Zeitablauf

Sharpe, Treynor und Information Ratio (12 Monate rollend)



Rendite und Risiko (3M rollend)



Quelle: Credit Suisse – Investment Report Gallus IF Liquidity CHF per 31.12.2019

Effizienz (Rendite pro Risikoeinheit):

Konsistente und positive Entwicklung der absoluten (Sharpe Ratio) sowie relativen (Information Ratio) risikoadjustierten Rendite

Liquidität – Fazit

- **Aktiv vs. Passiv:** Bei Geldmarktfonds mit CHF Fokus erfolgt die **Bewirtschaftung** üblicherweise mit einem **aktiven Ansatz**.
- **Intern vs. extern:** Eine Analyse der Vor- (Kosten, Individualisierung, Expertise, Vermeidung von Interessenkonflikten) und Nachteile (Ressourcen, operationelle Risiken) ergibt gegeben Anlagevolumen und Anlagestil **deutliche Vorteile für internes Management**.
- **Anlageleistung:** Der Gallus Liquidity Fund verfügt über einen **starken Track Record mit persistenten relativen Anlageergebnissen**, bei negativen absoluten Performances, aufgrund des aktuell vorherrschenden Tiefzinsniveaus.
- Die intern bewirtschaftete Umsetzung der sgpk erscheint im Vergleich zum Universum mit CHF-Fokus demnach als **sehr kostengünstig**.
- **Kosten:** Der intern bewirtschaftete Gallus Liquidity Fund erscheint im Gebühren-vergleich **mit einer TER von 0.03% kostengünstig**.

Liquidität – Empfehlung

Empfehlung:

Beibehaltung aktive Bewirtschaftung und internes Management

Begründung:

- *Aktives Management*
Üblicherweise erfolgt eine aktive Bewirtschaftung bei CHF fokussierten Geldmarktfonds
- *Internes Management*
 - *Starker Track Record mit persistenten relativen Anlageergebnissen*
 - *Kostengünstige und effiziente Anlagelösung*
 - *Mittels organisatorischer Ausgestaltung sind mit unabhängiger Fondsleitung Checks and Balances adäquat etabliert.*

2. Anlageklassen im Fokus Teil 1

Zinsen und Credit – Obligationen CHF

Obligationen CHF – Wichtigste Merkmale

- Die **Anlagekategorie** besteht aus **Forderungen** denominiert in **Schweizer Franken**.
- Generelle **Merkmale** von Obligationen CHF sind vor allem Zins- und Schuldnerisiken. Beim Schuldnerisiko wird primär zwischen der Ratingqualität, der Sektor-Zugehörigkeit als auch des Schuldnerdomizils unterschieden.
- Aus **regulatorischen** Gesichtspunkten kann gemäss Art. 55 BVV2 100% des Vermögens in Obligationen CHF investiert werden. Die jüngste Gesetzgebung unterscheidet gemäss Art. 53 Abs. 1 lit. b und Art. 53 Abs. 3 BVV2 bei Forderungen nach herkömmlichen und alternativen Forderungen.
- Bei Complementa gängige **Benchmarks**: SBI AAA-BBB Index mit teilweiser Einschränkung nach Schuldnerqualität (z.B. SBI AAA-A) oder Laufzeit (z.B. SBI AAA-BBB 1-5 Jahre)

Obligationen CHF – Rolle im Portfoliokontext

Gründe für den Einbezug in ein diversifiziertes Portfolio

- **Diversifikation** des Gesamtportfolios durch Beimischung einer defensiven Anlagekategorie mit teilweise negativen Verfallsrenditen (aufgrund Tiefzinsumfelds)
- **Glättung (+)**, aber im aktuellen Tiefzinsumfeld geht es nur mit einer **Senkung (-) des Renditestroms** auf Gesamtportfolioebene einher
- **Tiefere Korrelation** gegenüber risikoreicheren Anlagekategorien vor allem in Krisenzeiten
- Je höher der Staatsanleihen-Einsatz desto tiefer die Korrelation zu Aktien und desto stärkere **Beschränkung der Drawdowns** auf Gesamtportfolioebene, sowie **Verbesserung der Effizienz** auf Gesamtportfolioebene

Obligationen CHF – Chancen und Risiken

Chancen	Risiken
Konsistenter Renditestrom	Erhöhte Zinssensitivität durch schleichende, stetige Verlängerung der Indexduration im aktuell historischen Tiefzinsumfeld
Exposure zu Schweizer Schuldner , die über andere Anlagekategorien nicht aufgebaut werden können, wie z.B. Eidgenossenschaft oder Schweizer Kantone und Pfandbriefe (hohe Bonitäten)	Schlechte Rendite-/Risikoeigenschaften im aktuellen Zinsumfeld, da nur schon ein geringer Zinsanstieg die Performance von mehreren Jahren vernichten kann
Beschränkung der Drawdowns , v.a. mit Staatsanleihen in Krisenphasen	Geringe Renditeerwartung aufgrund des historisch tiefen Zinsumfeldes und teilweiser negativer Verfallsrenditen
Verbesserung der Gesamtportfolio- Diversifikation durch Exposure zu alternativen Risikofaktoren , die vor allem in Krisenphasen den Status eines Safe Haven haben	Je tiefer die Schuldnerqualität und je geringer das Emissionsvolumen desto höher die Wahrscheinlichkeit für Illiquidität in Stressphasen , da der Eigenhandel der Grossbanken in den letzten Jahren deutlich reduziert oder eingestellt wurde

Obligationen CHF – Risikodimensionen / Überblick

Zins- und Schuldnerisiken

Obligationen CHF sind vor allem von Zins- und Schuldnerisiken geprägt. Beim Schuldnerisiko wird primär zwischen der Ratingqualität, der Sektor-Zugehörigkeit als auch des Schuldnerdomizils unterschieden. Unter dem Zinsrisiko werden Zinssensitivität und Verfallsrendite subsumiert.

- **Schuldnerisiko**

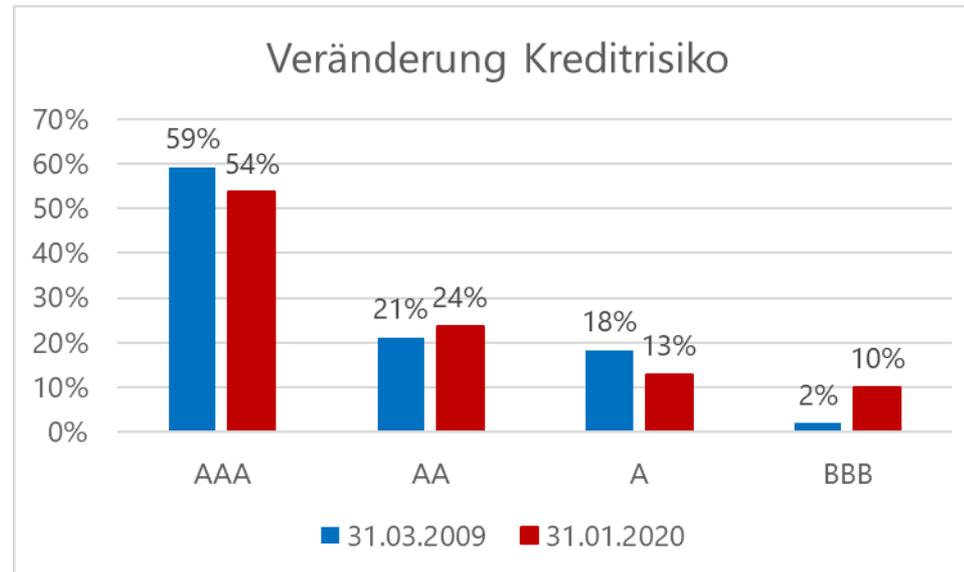
Die Obligationen CHF bestehen hauptsächlich aus Schuldner im Investment Grade-Bereich, d.h. von AAA-BBB, wobei die Eidgenossenschaft sowie die Pfandbriefbank und die Pfandbriefzentrale mit einem AAA-Rating die höchste Qualität aufweisen. Die Hauptsektoren sind Staatsanleihen, Pfandbriefe sowie Unternehmensanleihen. Beim Schuldnerdomizil wird zwischen in- und ausländischen Schuldnern unterschieden (rund 2/3 vs. 1/3).

- **Zinsrisiko**

Obligationen sind abhängig vom herrschenden Zinsniveau. Steigende Zinsen lassen die Kurse fallen und vice versa. Je länger die Laufzeit und je tiefer der Coupon desto höher ist grundsätzlich die Zinsensitivität, bzw. auch Duration genannt, der Obligation. Die Verfallsrendite (yield-to-maturity) ist der jährliche Ertrag, den die Obligation bei gleich bleibendem Zinsniveau bis zum Verfall abwirft.

Obligationen CHF – Risikodimensionen / Schuldnerisiko (1)

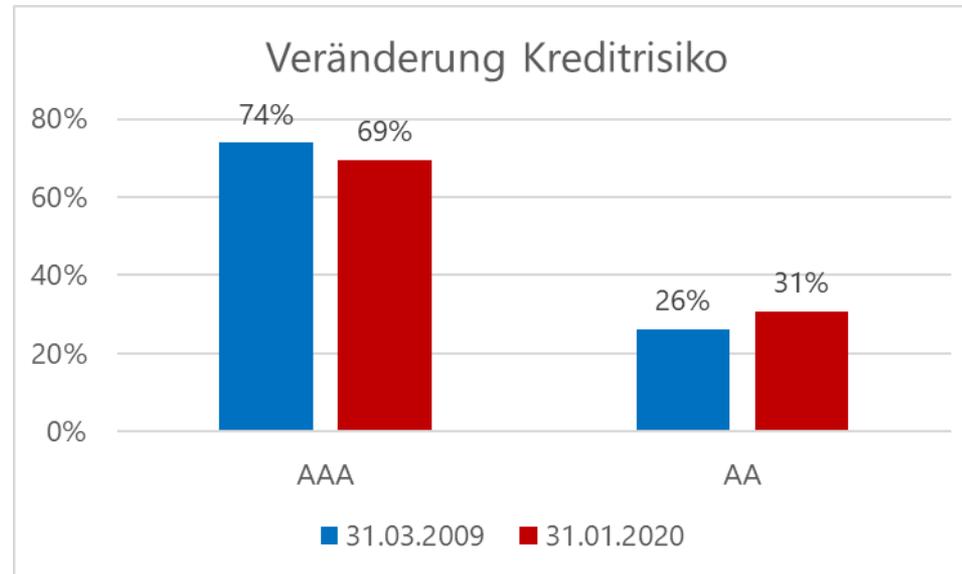
- Das **Schuldnerisiko im SBI AAA-BBB** hat seit Finanzkrise zugenommen:



- Seither haben das **Gewicht der AAA-Anleihen** sowie jenes der A-Anleihen **v.a. zu Gunsten von BBB-Anleihen** abgenommen.

Obligationen CHF – Risikodimensionen / Schuldnerisiko (2)

- Das **Schuldnerisiko im SBI AAA-AA** hat seit Finanzkrise zugenommen:



- Seither haben das **Gewicht der AAA-Anleihen** sowie jenes der A-Anleihen **v.a. zu Gunsten von BBB-Anleihen** abgenommen.

Obligationen CHF – Risikodimensionen / Zinsrisiko

- Der weitverbreitete und oftmals verwendete Leitindex **SBI AAA-BBB** ist eine aggregierte Benchmark, d.h. beinhaltet rund 30% Staatsanleihen, 20% Pfandbriefe, 20% ausländische Unternehmensanleihen sowie 30% inländische Unternehmensanleihen (inkl. Schweizer Kantone und Gemeinden).
- Die **Zinssensitivität** ist in den letzten Jahren deutlich auf eine Modified Duration von 7 gestiegen. Ende der Finanzkrise (Juni 2009) lag die Modified Duration des SBI AAA-BBB rund 30% tiefer bei 4.9. Beim SBI AAA-AA entwickelte sich die Duration vom März 2009 von 5.5 auf 7.9.
- Häufigste **Alternativen** um die **Zinssensitivität** des Portfolios zu reduzieren:
 - **Laufzeiten einschränken**
I.d.R. Begrenzung auf 1-3 Jahre, 1-5 Jahre oder 3-5 Jahre
 - Fokus auf **ausländische Schuldner** oder **Unternehmensanleihen**
Die durchschnittliche Zinssensitivität bei ausländischen Schuldnern und Unternehmensanleihen ist deutlich geringer als bei inländischen Schuldnern. Die hohe Zinssensitivität bei inländischen Schuldnern ist v.a. auf die langen Staatsanleihen der Eidgenossenschaft und den Pfandbriefen zurückzuführen.
- Keine Beschränkung des Anlagevolumens, da schon für geringe Vermögen Fondslösungen vorhanden sind. **Mandate sinnvoll ab** einem Investitionsvolumen von **CHF 20 Mio.**

Obligationen CHF – Aktiv versus passiv (1)

- Einsatz von **aktiv und passiv** verwalteten Vermögen möglich, Tendenz ging in den letzten Jahren in Richtung von passiven Lösungen.

Tabelle: Die Bilanz aktiv verwalteten Fonds im Kategorie-Vergleich

Morningstar Kategorie	Erfolg 1Jahr	Erfolg 3Jahre	Erfolg 5Jahre	Erfolg 10Jahre	Erfolg 15Jahre
Asia ex Japan Equity	49%	29%	34%	28%	n.v.
Europe Large-Cap Blend Equity	27%	19%	20%	15%	13%
Eurozone Large-Cap Equity	19%	16%	20%	22%	18%
Germany Large-Cap Equity	44%	46%	45%	32%	25%
Global Emerging Markets Equity	56%	35%	31%	28%	24%
Global Large-Cap Blend Equity	19%	11%	8%	5%	6%
Japan Large-Cap Equity	34%	29%	26%	16%	8%
Schweiz Large-Cap Equity	33%	28%	42%	22%	24%
UK Large-Cap Equity	60%	38%	31%	39%	28%
US Large-Cap Blend Equity	25%	12%	7%	3%	4%
Durchschnitt Aktien	37%	26%	26%	21%	17%
CHF Bond	50%	35%	27%	22%	6%
EUR Corporate Bond	60%	52%	46%	36%	18%
EUR Diversified Bond	30%	15%	13%	12%	11%
Global Bond	43%	27%	25%	29%	24%
Global Emerging Markets Bond	46%	30%	30%	n.v.	n.v.
Durchschnitt Bonds	46%	32%	28%	25%	15%

Erfolg entspricht Success Rate, also überlebende Outperformer-Fonds, Daten per 31.12.2019, Quelle: Morningstar Direct

Quelle: Morningstar Fund Analysis – Auf der Suche nach der Zauberformel für erfolgreiches Investieren – 24.01.2020

- Mit einer **passiven Umsetzung** hätten die Anleger die **Risiken** (Zins- und Bonitätsrisiko) in ihrem Portfolio (oft unbemerkt) **über die letzten rund 10 Jahre erhöht**.
- Aktives Management** kann eine **aktive Steuerung dieser Risikodimensionen** und damit eine verbesserte risikoadjustierte Rendite ermöglichen.

Obligationen CHF – Aktiv versus passiv (2)

Bei den Obligationen CHF empfiehlt sich nach Ansicht der Complementa ein (semi-) **aktiver Verwaltungsstil**, weil:

- Benchmarks sind aufgrund **hoher Anzahl von Anleihen** nur schwierig replizierbar.
- Eine **Gewichtung der Emittenten gemäss Höhe des Verschuldungsgrads** mag nicht zielführend sein.
- Verschiedene Titel weisen eine **beschränkte Liquidität** und damit hohe Bid-/Ask-Spreads auf, welche wiederum zu hohen Transaktionskosten führen.
- **Obligationenindizes** weisen einen **hohen Turnover** in der Indexzusammensetzung auf (abgelaufene Obligationen entfallen aus dem Index, neue werden aufgenommen). Dabei fallen in der Benchmark keine Kosten an.
- Mit einer **passiven Umsetzung** hätten die Anleger die **Risiken** (Zins- und Bonitätsrisiko) in ihrem Portfolio (oft unbemerkt) **über die letzten rund 10 Jahre erhöht**. **Aktives Management** kann eine **bewusste Steuerung dieser Risikodimensionen** und damit eine verbesserte risikoadjustierte Rendite ermöglichen.

Obligationen CHF – Interne versus externe Bewirtschaftung

Kriterium	Beurteilung	Vorteile für ...
Kosten	Hohes Anlagevolumen (sgpk: rund CHF 2.7 Mia.) gegeben, aktive Bewirtschaftung (siehe vorhergehenden Abschnitt) aus Sicht Complementa vorteilhaft	Internes Management
Möglichkeiten zur Individualisierung	sgpk wünscht spezifische Anlagen im AAA-AA-Bereich, teilweise mit Durationverkürzung	Internes Management
Expertise	Track Record spricht für Team sgpk	Internes Management
Risikomanagement / Compliance / Governance	Potenzielle Schwäche bei internem Management, durch Organisation mit Einlegerfonds sowie damit verbundene Delegation bspw. des Risikomanagements an unabhängige Fondsleitung (Credit Suisse) mitigiert	Beide gleichwertig
Exklusiver Zugang zu Transaktionen	Im Zusammenhang mit liquiden Anlagen von untergeordneter Bedeutung	Beide gleichwertig
Interessenkonflikte	Potenzielle Interessenkonflikte scheinen bei externem Management höher (Vermögensverwaltungsgebühren, Transaktionsgebühren etc.)	Internes Management
Portfoliomanagementressourcen / Infrastruktur	Team ggf. klein, Nachteil mitigiert durch hochliquiden Charakter der Anlagen, Team bei externen Verwaltern tendenziell grösser	Externes Management
Operationelle Risiken	Müssen, sofern nicht in Verantwortung der Fondsleitung, von sgpk getragen werden, können aber durch geeignete organisatorische Massnahmen minimiert werden	Externes Management
Fazit: Detaillierte Analyse Vor- und Nachteile ergibt bei gegebenem Anlagevolumen und aktivem Verwaltungsstil deutliche Vorteile für ein internes Management, d.h. Beibehaltung des Status Quo		

Obligationen CHF – Gebühren (1)

Passive Umsetzungen:

- Geschätzte **Total Expense Ratio (TER) bis 0.2%** (Management- und Performance-Gebühr) je nach Investitionsvolumen
- Für hohe **Volumina über CHF 1'000 Mio.** liegen die Gebühren gemäss Analyse der Anlageorganisation der **PPCmetrics** bei **0.02% - 0.03%**.
- Gemäss **CIC Gebührenerhebung 2018** liegen die Kosten von Kassen mit **Volumina zwischen CHF 250 Mio. bis CHF 1'000 Mio.** zwischen **0.04% - 0.11%** (Median **0.05%**).
- Aufgrund des höheren Investment Volumina der sgpk erscheinen uns die **Gebühren der PPCmetrics realistisch**. Allerdings besteht nur eine **geringe Anzahl an Umsetzungen mit solchen Investitionsvolumina** im Schweizer Pensionskassenmarkt, weshalb für einen, wie auch im Bericht erwähnt, verlässlichen Wert eine **Einholung einer Offerte** notwendig wäre.

Obligationen CHF – Gebühren (2)

Aktive Umsetzungen:

- Die aktuellen **Umsetzungen der sgpk** in den Obligationen erfolgen **aktiv**.
- Ein **fairer Vergleich** der Kosteneffizienz sollte daher **gegenüber Preisen von aktiven Umsetzungen** erfolgen und unter **Berücksichtigung des relativen Anlageresultats** gegenüber der Benchmarkvorgabe.
- Aktive Umsetzungen mit grundsätzlich **gegenüber passiven Umsetzungen erhöhten Kosten** wegen Steuerung der Gegenpartei- und Zinsrisiken.
- Geschätzte **Total Expense Ratio (TER) von 0.1 bis 0.5%** (Management- und Performance-Gebühr) je nach Investitionsvolumen
- Gemäss CIC Gebührenerhebung 2018 beliefen sich die Kosten von Kassen im höchsten **Segment bis CHF 1'000 Mio.** auf **zwischen 0.05% und 0.14%**.

Obligationen CHF – Umsetzung sgpk / Grundlagen

- Die Umsetzung in den Obligationen CHF erfolgt durch nachfolgende zwei Umsetzungen:

Umsetzung	Volumen in		Umsetzungsart	TER
	Mio. CHF	Bewirtschaftung		
Obligationen CHF				
Gallus Obligationen CHF	2'292.3	intern	aktiv	0.03%
Gallus Obligationen CHF Mid-Term	450.6	intern	aktiv	0.03%

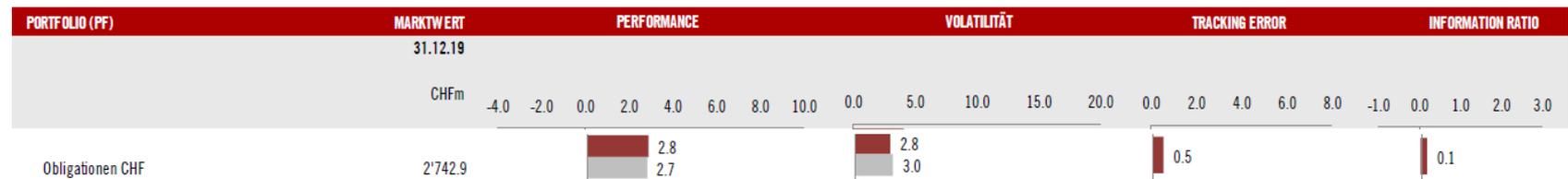
- Die **Bewirtschaftung** erfolgt bei beiden Umsetzungen **intern**.
- Rechtsform: Beide Umsetzungen via **Einanlegerfonds** Gallus Institutional Funds – Umbrella-Fonds schweizerischen Rechts der Art «Übrige Fonds für traditionelle Anlagen» für qualifizierte Anleger
- Beide Umsetzungen erfolgen mit einer **aktiven Bewirtschaftung** mit Fokus auf Anleihen mit **erstklassiger und in begrenztem Umfang auch mittlerer Qualität**.
- Rund **85%** der Obligationen CHF werden **breit über die Laufzeiten** mit Benchmark SBI Total Return AAA-AA umgesetzt. Rund **15%** der Obligationen CHF werden mit einer **Laufzeitenverkürzung** (1-5 Jahre) umgesetzt (Gallus Obligationen CHF Mid-Term).

Obligationen CHF – Rendite Gesamtsegment

Risiko-Rendite-Analyse - seit Mandatsbeginn, annualisiert | 31.12.2019

PORTFOLIO (PF)	MARKTWERT 31.12.19 CHFm	PERFORMANCE		VOLATILITÄT		SHARPE RATIO		TE %	IR	ALPHA %	BETA
		PF	BM	PF	BM	PF	BM				
		%	%	%	%						
Obligationen CHF	2'742.9	2.81	2.73	2.8	3.0	1.1	1.0	0.5	0.1	0.3	0.9
Overlay Obligationen CHF											
Gallus Obligationen CHF	2'292.3	2.93	2.72	2.9	3.0	1.1	1.0	0.5	0.4	0.3	1.0
Gallus Obligationen CHF Mid-Term	450.6	0.10	-0.08	0.9	0.9	1.0	0.8	0.1	1.8	0.2	1.0

Risikokennzahlen seit Beginn | 31.12.2019



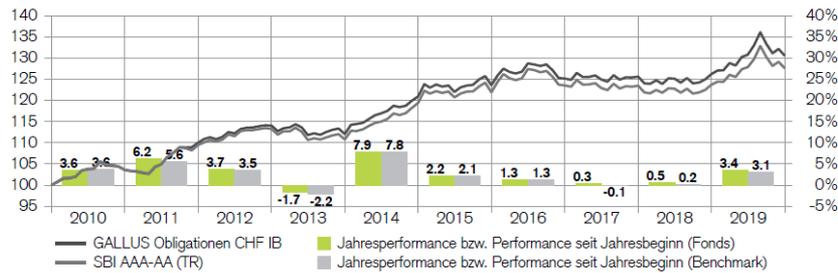
Quelle: Pictet STAR – Strategic Asset Reporting für die St. Galler Pensionskasse (sgpk) per 31.12.2019

- **Rendite:** Seit Mandatsbeginn resultiert annualisiert eine Rendite auf dem Gesamtsegment von +2.8% und damit eine **annualisierte Outperformance von +0.1%-Punkten**.
- **Risiko:** Seit Mandatsbeginn sowohl im **Gesamtsegment** als auch im Gallus **Obligationen CHF *** mit gegenüber Benchmark **leicht tieferem**, beim **Mid Term-Fonds *** mit **identischem Risiko** (Volatilität).
- **Effizienz** (Rendite-/Risikoverhältnis): Auf **absoluter Ebene** (Sharpe Ratio) mit gegenüber der Benchmark verbesserter Effizienz sowohl auf Stufe Gesamtsegment als auch auf der Stufe der einzelnen Teilfonds. Auf **relativer Ebene** (Information Ratio) auf Stufe der Teilfonds mit gutem Ergebnis, auf Stufe Gesamtsegment leicht positiv. **Alpha auf allen Ebenen** ebenfalls **positiv**.

* Gallus Obligationen CHF seit 12.12.2007 und Gallus Obligationen CHF Mid-Term seit 24.10.2017

Obligationen CHF – Umsetzung sgpk – Gallus Obligationen CHF

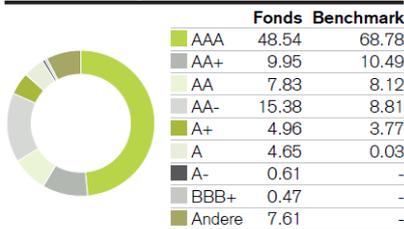
Netto-Performance in CHF (zurückgesetzt auf Basis 100) und Jahresperformance 1)



Netto-Performance in CHF 1)

	1 Monat	3 Monate	6 Monate	YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	3 Jahre	5 Jahre	ITD*
								% p.a.	% p.a.	
Fonds	-1.21	-2.10	-0.18	3.42	3.42	4.30	7.96	1.41	1.54	47.07
Benchmark	-1.19	-2.06	-0.22	3.13	3.13	3.27	6.87	1.08	1.34	40.32

Kredit-Ratings in %



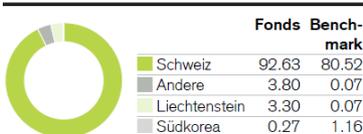
Restlaufzeiten in Jahren

	Fonds	Benchmark
0 - 1 Jahr	4.70	0.36
5 - 7 Jahre	16.45	15.07
7 - 10 Jahre	20.16	19.15
1 - 3 Jahre	7.42	16.24
3 - 5 Jahre	9.47	18.46
> 10 Jahre	41.81	30.72

Fondsstatistik

	1 Jahr	Benchmark	3 Jahre	Benchmark	seit Auflegung	Benchmark
Annualisierte Volatilität in %	4.85	4.71	3.48	3.39	3.09	3.21
Information Ratio	0.92	-	1.17	-	0.68	-
Tracking Error (Ex post)	0.32	-	0.29	-	0.59	-
Maximaler Verlust in % 2)	-4.08	-3.96	-4.08	-3.96	-4.08	-4.55

Länder in %



Laufzeit und Rendite

	Fonds	Benchmark
Bruttoportefeullerendite in %	-0.11	-0.24
Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren	8.39	9.13
Modified Duration in Jahren	8.04	8.39

- Bewirtschaftung: Intern
 - Aktive Selektion gegenüber dem SBI TR AAA-AA
 - Straight Bonds, keine Derivate.
 - Auflagedatum: 12.12.2007
 - Benchmark: SBI AAA-AA TR
 - Seit Auflage 12.12.2007 auf Nettobasis kumulierte Outperformance von +6.75% gegenüber Benchmark. Dies entspricht einem Nettoüberschuss von CHF 59.1 Mio.
 - Persistente historische Anlageergebnisse, da die jährliche Outperformance kontinuierlich über die Jahre erzielt werden konnte.
 - Seit Auflage mit tieferer Volatilität als die Benchmark. Der Tracking Error liegt bei 0.59 und die Information Ratio bei 0.68.
- ⇒ **Ausgezeichnete relative Anlageergebnisse**

Quelle: Factsheet Gallus Obligationen CHF per 31.12.2019

Obligationen CHF – Umsetzung sgpk – Gallus Obligationen CHF

Vergleich mit Peer Funds:

Periode: Performance-Messungsstart bis 24.02.2020

	CSIF Bond Switzerland AAA-AA Blue	LO Fund (CH) Swiss Franc High Grad Bond Fund
Umsetzungsart	Passiv	Aktiv
Performance-Messstart	12.12.2007	02.06.2008
Netto-Performance Fund	44.3%	43.8%
Netto-Performance Gallus Obligationen CHF	50.6%	50.0%
Performance SBI AAA - AA TR	45.0%	44.7%
Tracking Error Fund	0.32	0.92
Tracking Error Gallus Obligationen CHF	0.53	0.53
Information Ratio Fund	-0.11	-0.01
Information Ratio Gallus Obligationen CHF	0.61	0.57

Quelle: Bloomberg

Langfristig resultiert in beiden Fällen ein **hoher Vorsprung**, bei im Vergleich **deutlich höherer Information Ratio**.

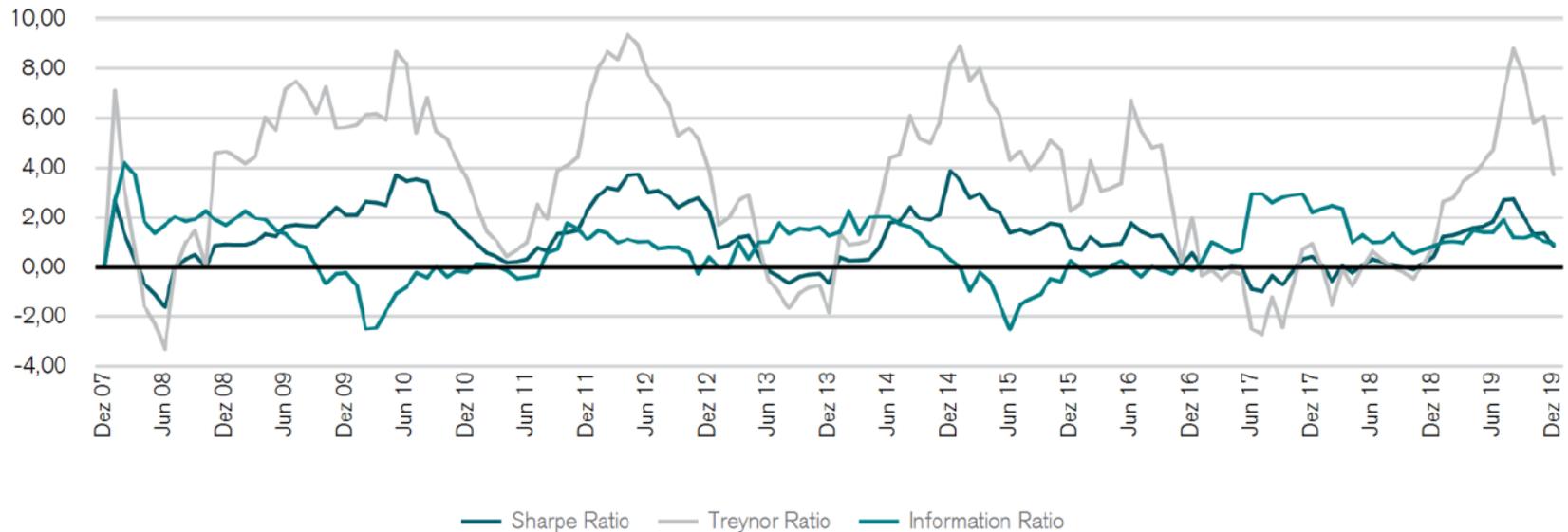
Periode: 02.06.2008 - 24.04.2020

	Gallus Obligationen CHF	CSIF Bond Switzerland AAA-AA Blue	LO Fund (CH) Swiss Franc High Grad Bond Fund	Performance SBI AAA - AA TR
Umsetzungsart	aktiv	passiv	aktiv	
Performance	44.8%	39.2%	37.7%	40.1%

Bei Harmonisierung der Periode mit Messstart einheitlich ab 2.6.2008 resultiert ebenfalls ein **deutlicher Vorsprung durch die Gallus Obligationen CHF** Umsetzung gegenüber den beiden Peers sowie der Benchmark.

Obligationen CHF – Rendite Gallus Obligationen CHF – Effizienz im Zeitablauf

Sharpe, Treynor und Information Ratio (12 Monate rollend)



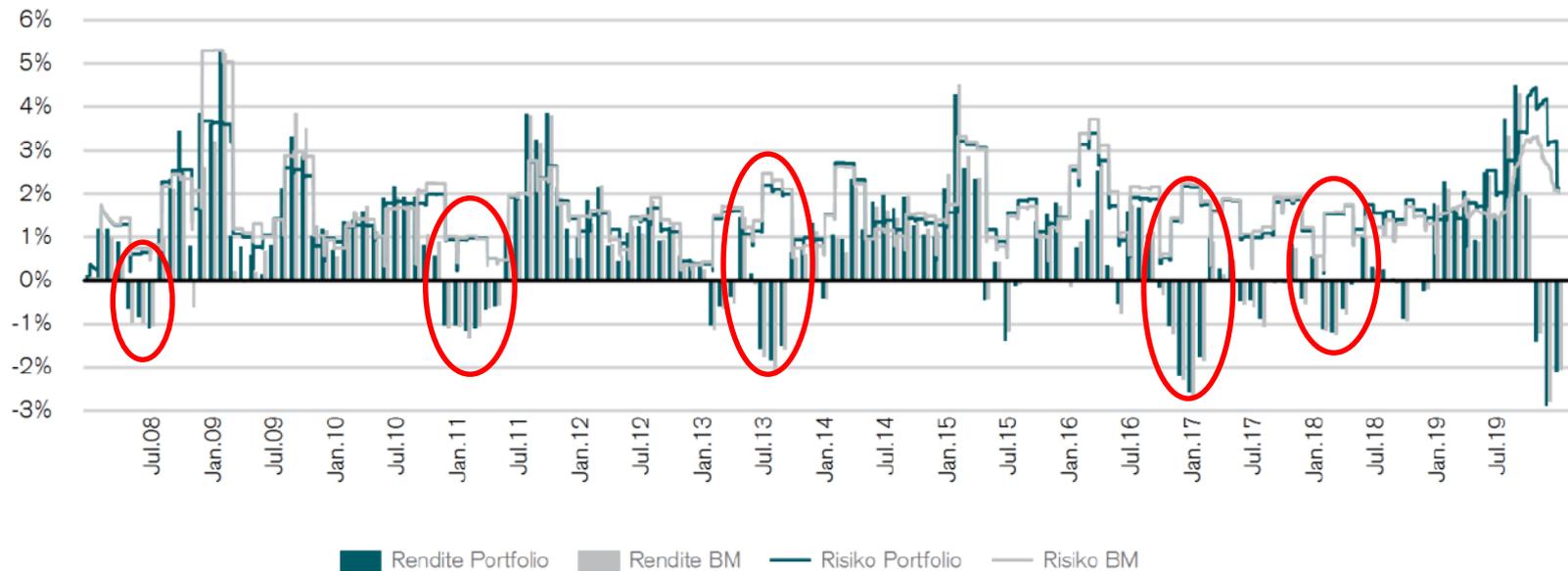
Quelle: Credit Suisse – Investment Report Gallus IF Obligationen CHF per 31.12.2019

Effizienz (Rendite pro Risikoeinheit):

- **Weitgehend konsistente und positive Entwicklung** der absoluten (Sharpe Ratio) sowie relativen (Information Ratio) risikoadjustierten Rendite
- **Teilweise mit negativen Phasen**

Obligationen CHF – Gallus Obligationen CHF – Risiko im Zeitablauf

Rendite und Risiko (3M rollend)



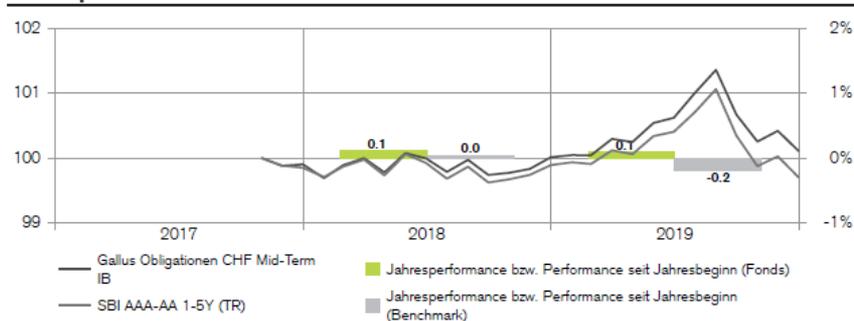
Quelle: Credit Suisse – Investment Report Gallus IF Obligationen CHF per 31.12.2019

Risiko:

Obenstehende Abbildung zeigt Beispiele einer **angemessenen Risikosteuerung** und damit verbunden einer **angemessenen Drawdownbeschränkung**.

Obligationen CHF – Umsetzung sgpk – Gallus Obligationen CHF Mid Term

Netto-Performance in CHF (zurückgesetzt auf Basis 100) und Jahresperformance ¹⁾

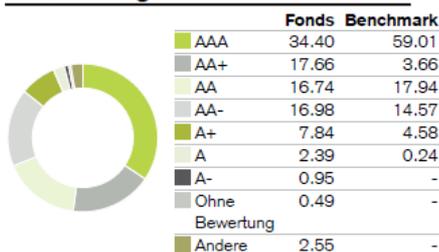


Netto-Performance in CHF ¹⁾

	1 Monat	3 Monate	6 Monate	YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	3 Jahre	5 Jahre	ITD*
							% p.a.		% p.a.	
Fonds	-0.32	-0.56	-0.52	0.09	0.09	-	-	-	-	0.21
Benchmark	-0.33	-0.65	-0.71	-0.19	-0.19	-	-	-	-	-0.30

*seit Auflegung

Kredit-Ratings in %



Restlaufzeiten in Jahren

	Fonds	Benchmark
0 - 1 Jahr	6.17	1.03
5 - 7 Jahre	8.37	-
1 - 3 Jahre	41.77	46.91
3 - 5 Jahre	43.69	52.06

Fondsstatistik

	seit Auflegung
Annualisierte Volatilität in %	0.88
Information Ratio	1.95
Tracking Error (Ex post)	0.12
Maximaler Verlust in % ¹⁾	-1.25

¹⁾ Der maximale Verlust ist die tiefste kumulierte Rendite in einer bestimmten Periode.

- Bewirtschaftung: Intern
 - Aktive Selektion gegenüber dem SBI TR AAA-AA 1-5
 - Straight Bonds, keine Derivate.
 - Laufzeitenverkürzung auf 1-5 Jahre
 - Auflagedatum: 24.10.2017
 - Benchmark: SBI AAA-AA 1-5Y (TR)
 - Seit Auflage 24.10.2017 auf Nettobasis eine Outperformance von +0.51% gegenüber Benchmark. Dies entspricht einem Nettoüberschuss von CHF 1.1 Mio.
 - Bisher persistente Anlageergebnisse durch Outperformance in jedem Jahr
 - Seit Auflage mit benchmarknaher Volatilität. Der Tracking Error liegt bei 0.12 und die Information Ratio bei 1.95.
- ⇒ **Ausgezeichnete relative Anlageergebnisse wenn auch bisher kurzer Analysezeitraum**

Quelle: Factheet Gallus Obligationen CHF Mid-Term per 31.12.2019

Obligationen CHF – Umsetzung sgpk – Gallus Obligationen CHF Mid Term

Vergleich mit Peer Funds:

Periode: 24.10.2017 - 24.02.2020

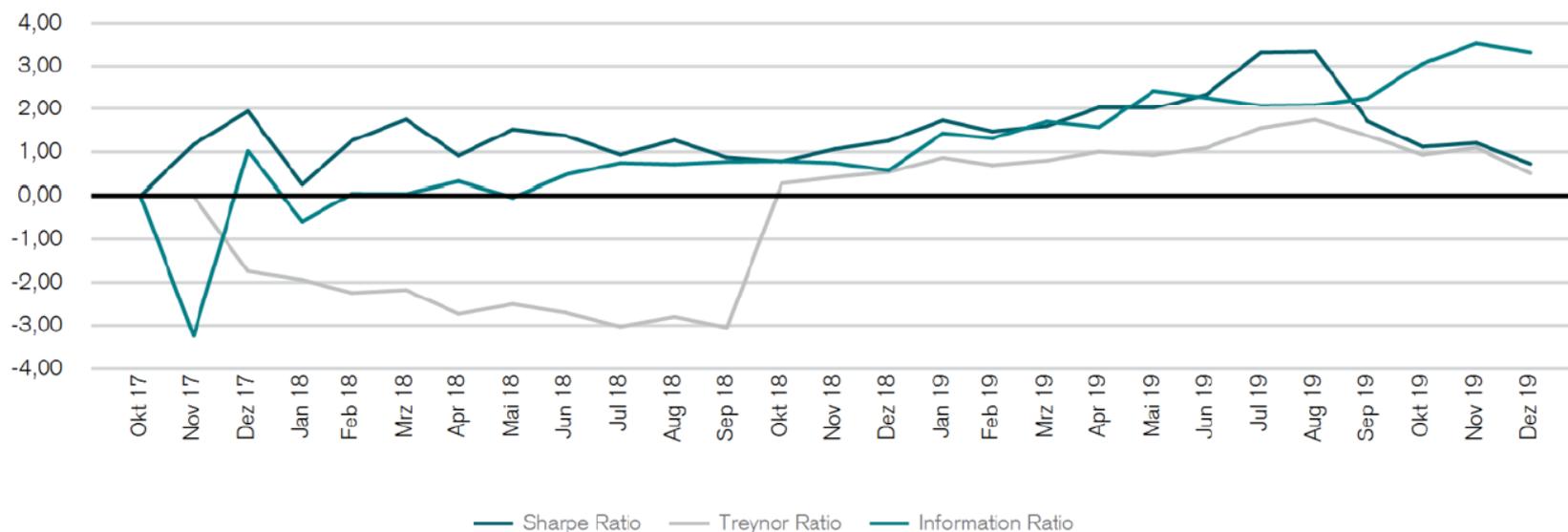
	Gallus Obligationen CHF Mid Term	CSIMF Medium Term Bond Switzerland ZB	SBI AAA-AA 1-5 TR
Performance	0.8%	0.0%	0.4%
Tracking Error	0.10	0.55	
Information Ratio	1.81	-0.19	
<i>Hinweis: CSIMF mit Ratingbandbreite AAA-BBB</i>			

Quelle: Bloomberg

Seit Fondsaufgabe resultiert im Vergleich ein **hoher Vorsprung** sowie eine **sehr hohe Information Ratio**. Der **Analysezeitraum** ist aber relativ **kurz**.

Obligationen CHF – Rendite Gallus Obligationen CHF Mid Term – Effizienz im Zeitablauf

Sharpe, Treynor und Information Ratio (12 Monate rollend)



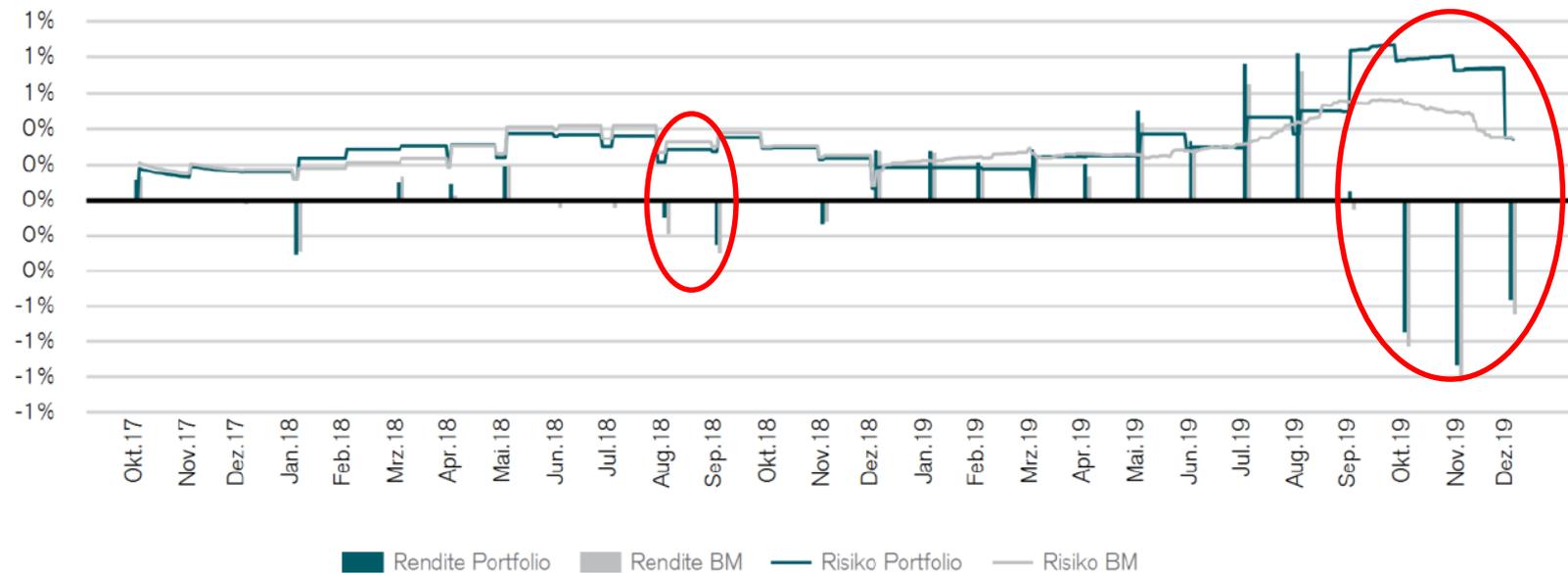
Quelle: Credit Suisse – Investment Report Gallus IF Obligationen CHF Mid Term per 31.12.2019

Effizienz (Rendite pro Risikoeinheit):

- **Absolute** (Sharpe Ratio) **risikoadjustierte Rendite** über Analysezeitraum ausschliesslich positiv
- **Negative Phase der relativen** (Information Ratio) **risikoadjustierten Rendite zu Beginn** des Analysezeitraums, seit Januar 2018 mehr oder weniger mit **steigender Tendenz**

Obligationen CHF – Gallus Obligationen CHF Mid Term – Risiko im Zeitablauf

Rendite und Risiko (3M rollend)



Quelle: Credit Suisse – Investment Report Gallus IF Obligationen CHF Mid Term per 31.12.2019

Risiko:

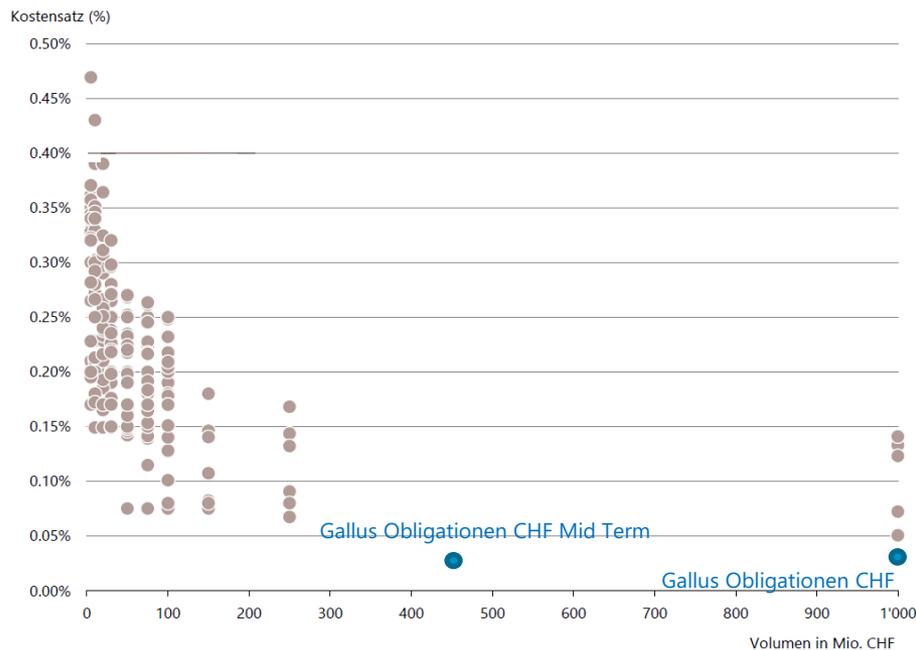
Obenstehende Abbildung zeigt Beispiele einer **angemessenen Risikosteuerung** und damit verbunden einer **angemessenen Drawdown-Beschränkung**.

Obligationen CHF – Umsetzung sgpk – Gebühren

- **sgpk** mit TER von je 0.03% für beide Teilfonds
- **Kein Vergleich mit passiven Gebühren**, da unangemessen
- Vergleich mit Kosten aktiver Umsetzungen:

Obligationen CHF aktiv (Fondsmandate)

Universum ohne Volumeneinschränkung



- Die Kosten der beiden Gallus-Fonds scheinen im Quervergleich mit anderen **aktiven** Obligationen CHF-Lösungen **äusserst attraktiv**

Obligationen CHF – Weitere Aspekte

- **Preisanfragen bei Kaufaufträgen**
 - Gemäss PPCmetrics, bei Kauf Bonds 3 Preise einzuholen, entspricht **theoretischer Best Practice**
 - Praxis: Aufgrund Basel III **Rückzug von Banken als Market Maker**
 - Gegenwärtig Angebot von Paketen von Drittanbietern mit **Preisen < Geld-Preis**, so dass gegenüber Benchmark bereits bei Kauf Outperformance und Einholen von drei Offerten hinfällig
- **Checks and Balances**
 - Obligationen CHF der sgpk im Rechtskleid der **Einanlegerfonds**
 - **Unabhängige Fondsleitung** Credit Suisse
 - **Aufgaben** (Auswahl): Ausgabe und Bewertung von Fondsanteilen, Anlagen, Berechnung NAV und Ausgabe und Rücknahmepreise sowie Ausschüttungen und Risikomanagement
 - Ziel **Risikomanagement**: in Sämtlichen betrieblichen Prozessen verankerte, zentrale Funktion, die unabhängig von den operativen Geschäftseinheiten und dem Portfoliomanagement agiert

Obligationen CHF – Fazit

- **Aktiv vs. Passiv:** Theoretisch lohnt sich **aktives Obligationen-Management**, u.a. um Zins- und Bonitätsrisiken aktiv zu steuern.
- **Intern vs. extern:** Eine Analyse der Vor- (Kosten, Individualisierung, Expertise, Vermeidung von Interessenkonflikten) und Nachteile (Ressourcen, operationelle Risiken) ergibt gegeben Anlagevolumen und Anlagestil **deutliche Vorteile für internes Management**.
- **Anlageleistung:** Auf der **Stufe der Teilfonds** erzielte die sgpk, beurteilt basierend auf relativer Effizienz, eine **ausgezeichnete Anlageleistungen**. Auf der **Gesamtstufe** ist die Leistung **leicht positiv**.
- **Kosten:** Die Anlagelösungen sind im Quervergleich mit aktiver Konkurrenz mit 3 Bps **äusserst kostengünstig**. Zudem erzielten die beiden Umsetzungen seit Auflage bis Ende 2019 deutliche Vorsprünge gegenüber ihrer jeweiligen Benchmark (Obligationen CHF von +0.33% p.a. und Obligationen CHF Mid-Term von +0.17%). Damit resultiert ein deutlicher Nettoerfolg aus beiden aktiven internen Umsetzungen.

Obligationen CHF – Empfehlung

Empfehlung:

Beibehalten aktives und internes Management

Begründung:

- *Aktives Management*
Nutzen (Outperformancepotenzial und aktive Risikosteuerung) überwiegen Kosten (Abweichungsrisiko)
- *Internes Management*
 - *Verwaltung erfolgte bis dato basierend auf EffizienzKennzahlen äusserst erfolgreich*
 - *mittels organisatorischer Ausgestaltung sind mit unabhängiger Fondsleitung Checks and Balances adäquat etabliert*
 - *Portfoliomanager sind kostenbewusst und streben nach effizienten Lösungen*
 - *Individualisierung mit Fokus auf erstklassige Anleihen (in begrenztem Umfang auch auf Anleihen mittlerer Qualität) gemäss Vorgabe des Stiftungsrats*

2. Anlageklassen im Fokus Teil 1

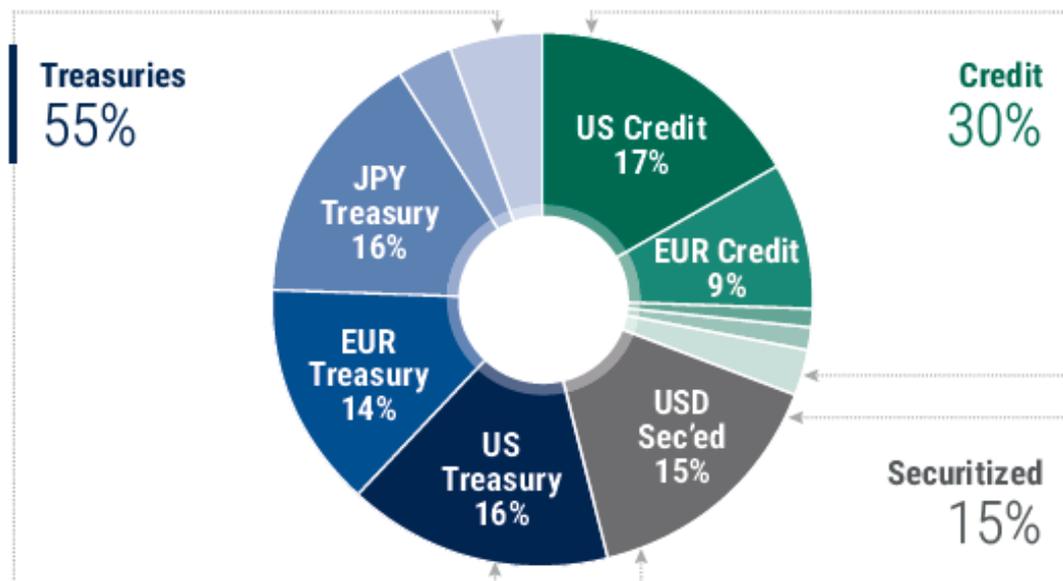
Zinsen und Credit – Obligationen FW

Obligationen FW Aggregate als Anlagekategorie – Merkmale – Globaler Bondmarkt Investment Grade

High Grade Fixed Income Sector Yields¹

	YTM
USD IG Credit	2.79%
US Securitized	2.53%
US Aggregate	2.31%
Global IG Credit	2.11%
US Treasury 10 Year	1.92%
Global Aggregate	1.45%
UK Gilt 10 Year	0.82%
JPY IG Credit	0.42%
EUR IG Credit	0.42%
JGB 10 Year	-0.01%
German Bund 10 Year	-0.19%

Global Aggregate Fixed Income Sector Allocation¹



Für den Globalen Bondmarkt wird oft der Global Aggregate Fixed Income Index verwendet. Dieser umfasst weltweite Bonds mit Investment Grade Rating. Rund 55% sind Treasuries, 30% Kreditanleihen und 15% werden dem Securitized Sektor zugeordnet.

Obligationen FW Aggregate als Anlagekategorie - Merkmale

- Die **Anlagekategorie** besteht aus **Forderungen** denominated in **Währungen** von **entwickelten Ländern** ex CHF.
- Generelle **Merkmale** von Obligationen FW sind vor allem Zins-, Schuldner- und Währungsrisiken. Beim Schuldnerisiko wird primär zwischen der Ratingqualität, der Sektor-Zugehörigkeit als auch des Schuldnerdomizils unterschieden. Unter dem Zinsrisiko werden Zinssensitivität und Verfallsrendite subsumiert.
 - **Schuldnerisiko**
Die Obligationen FW bestehen hauptsächlich aus Schuldner im Investment Grade-Bereich, d.h. von AAA-BBB, wobei Deutschland mit einem AAA-Rating die höchste Qualität besitzt. Die Hauptsektoren sind Staatsanleihen, Besicherte Anleihen (Securitized) sowie Unternehmensanleihen. Beim Schuldnerdomizil wird zwischen den einzelnen Ländern oder Regionen unterschieden.
 - **Zinsrisiko**
Obligationen sind abhängig vom herrschenden Zinsniveau. Steigende Zinsen lassen die Kurse fallen und vice versa. Je länger die Laufzeit und je tiefer der Coupon desto höher ist grundsätzlich die Zinssensitivität, bzw. auch Duration genannt, der Obligation. Die Verfallsrendite (yield-to-maturity) ist der jährliche Ertrag, den die Obligation bei gleich bleibendem Zinsniveau bis zum Verfall abwirft.
 - **Währungsrisiko**
Die Fremdwährungen können gegenüber dem Schweizer Franken abgesichert werden oder nicht. Bei der Währungsabsicherung schmälert die Zinsdifferenz zwischen den beiden Zinskurven den Ertrag, so dass Obligationen FW hedged eine ähnliche Rendite-/Risikostruktur wie Obligationen CHF aufweisen.
- Aus **regulatorischen** Gesichtspunkten kann gemäss Art. 55 BVV2 100% des Vermögens in Obligationen FW hedged in CHF investiert werden, aber nur 30% in Obligationen FW unhedged. Die jüngste Gesetzgebung unterscheidet gemäss Art. 53 Abs. 1 lit. b und Art. 53 Abs. 3 BVV2 bei **Forderungen** nach herkömmlichen und alternativen Forderungen.

Obligationen FW Aggregate - Gründe für den Einbezug in ein diversifiziertes Portfolio

- **Diversifikation** des Gesamtportfolios durch Beimischung einer defensiven Anlagekategorie mit tiefen Verfallsrenditen
- **Glättung** und aktuell **Senkung** des **Renditestroms** (aktuellen Tiefzinsumfelds) auf Gesamtportfolioebene
- **Tiefere Korrelation** gegenüber risikoreicheren Anlagekategorien vor allem in Krisenzeiten
- Je höher der Staatsanleihen-Einsatz desto tiefer die Korrelation zu Aktien und desto stärkere **Beschränkung der Drawdowns** auf Gesamtportfolioebene, sowie **Verbesserung** der **Effizienz** auf Gesamtportfolioebene

Obligationen FW Aggregate – Chancen & Risiken

Chancen	Risiken
Konsistenter Renditestrom	Erhöhte Zinssensitivität durch schleichende Verlängerung der Indexduration im aktuell historischen Tiefzinsumfeld
Exposure zu Schuldnern weltweit , die über andere Anlagekategorien nicht aufgebaut werden können, wie z.B. Unternehmen in Staatsbesitz oder auch Staaten	Schlechte Rendite-/Risikoeigenschaften im aktuellen Tiefzinsumfeld, da schon ein geringer Zinsanstieg die Performance von mehreren Jahren vernichten kann
Beschränkung der Drawdowns , v.a. mit Staatsanleihen in Krisenphasen	Geringe Renditeerwartung aufgrund des historisch tiefen Zinsumfeldes und teilweiser negativer Verfallsrenditen
Verbesserung der Gesamtportfolio- Diversifikation durch Exposure zu alternativen Risikofaktoren , die vor allem in Krisenphasen den Status eines Safe Haven haben	Je tiefer die Schuldnerqualität, je geringer das Emissionsvolumen und je exotischer der Schuldner desto höher die Wahrscheinlichkeit für Illiquidität in Stressphasen

Obligationen FW – Risikodimensionen / Überblick

- **Schuldnerisiko**

Die Obligationen FW bestehen hauptsächlich aus Schuldner im Investment Grade-Bereich, d.h. von AAA-BBB, wobei Deutschland mit einem AAA-Rating die höchste Qualität besitzt. Die Hauptsektoren sind Staatsanleihen, Besicherte Anleihen (Securitized) sowie Unternehmensanleihen. Beim Schuldnerdomizil wird zwischen den einzelnen Länder oder Regionen unterschieden.

- **Zinsrisiko**

Obligationen sind abhängig vom herrschenden Zinsniveau. Steigende Zinsen lassen die Kurse fallen und vice versa. Je länger die Laufzeit und je tiefer der Coupon desto höher ist grundsätzlich die Zinssensitivität, bzw. auch Duration genannt, der Obligation. Die Verfallsrendite (yield-to-maturity) ist der jährliche Ertrag, den die Obligation bei gleich bleibendem Zinsniveau bis zum Verfall abwirft.

- **Währungsrisiko**

Die Fremdwährungen können gegenüber dem Schweizer Franken abgesichert werden oder nicht. Bei der Währungsabsicherung schmälert die Zinsdifferenz zwischen den beiden Zinskurven den Ertrag, so dass Obligationen FW hedged eine ähnliche Rendite-/Risikostruktur wie Obligationen CHF aufweisen.

Obligationen FW Aggregate als Anlagekategorie – Umsetzung FW Aggregate bei sgpk

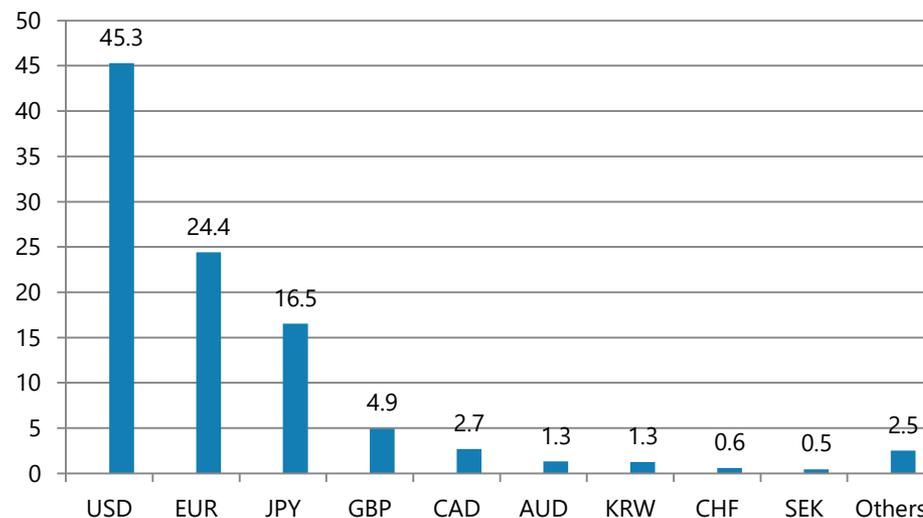
- Strategische Umsetzung der Kategorie Obligationen FW bei sgpk: Globale Staatsanleihen passiv, Regionale Unternehmensanleihen aktiv.
- Die sgpk verwendet für Obligationen FW nicht die umfassende Kategorie Global Bond (Global Aggregate), sondern unterteilt die Anlageklasse in Staatsanleihen und in Unternehmensanleihen. Die Staatsanleihen werden passiv umgesetzt und die Unternehmensanleihen aktiv.
- Bei den Unternehmensanleihen werden strategisch fix zwei Regionenfonds (EUR und US) vorgegeben.
- High Yield Anleihen und Anleihen von Emerging Markets sind nicht vorgesehen. In den aktiven Unternehmensanleihen-Produkten wird aber ein Anteil High Yield Anleihen zugelassen.

Risikodimensionen/Benchmarkzusammensetzung: Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index (I)

Fund characteristics

	Index
Average Maturity	8.8 Years
Effective Duration	7.0 Years
Yield to Maturity	2.0%
Average Coupon	2.8%
Number of issues	22'971

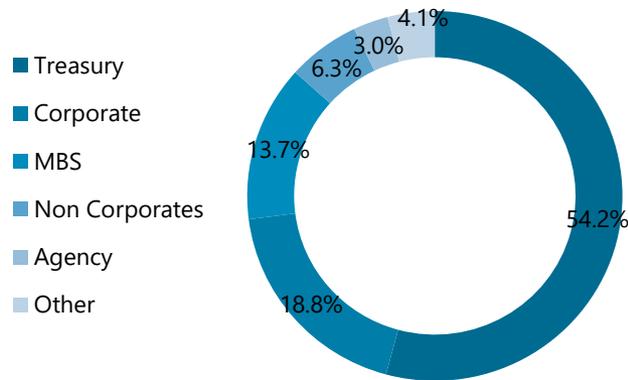
Currency Allocation %



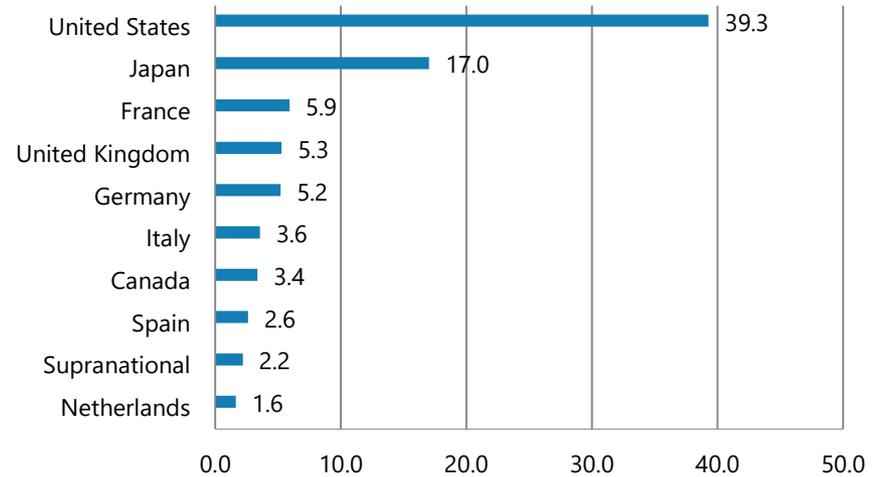
- Repräsentiert globalen Investment Grade Bondmarkt von 24 local currency markets.
- Multi-currency Benchmark.
- Enthält Treasury, Government-related, Unternehmensanleihen und verbriefte Fixed-rate Anleihen von Emittenten aus Developed und Emerging Markets.

Risikodimensionen/Benchmarkzusammensetzung: Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index (II) – Klumpenrisiko Amerika

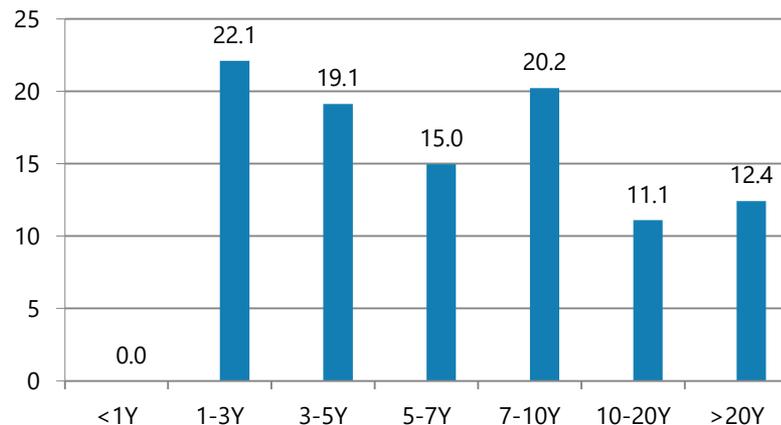
Sector Allocation %



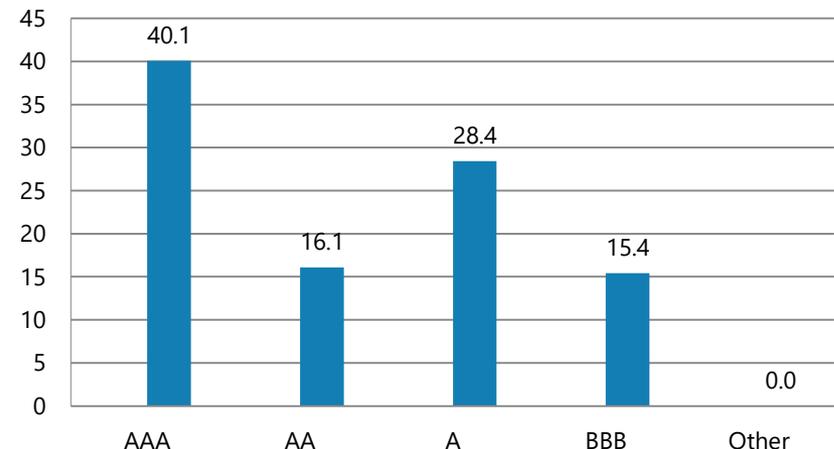
Index country weights % (Top 10)



Maturity Distribution %



Quality Distribution %

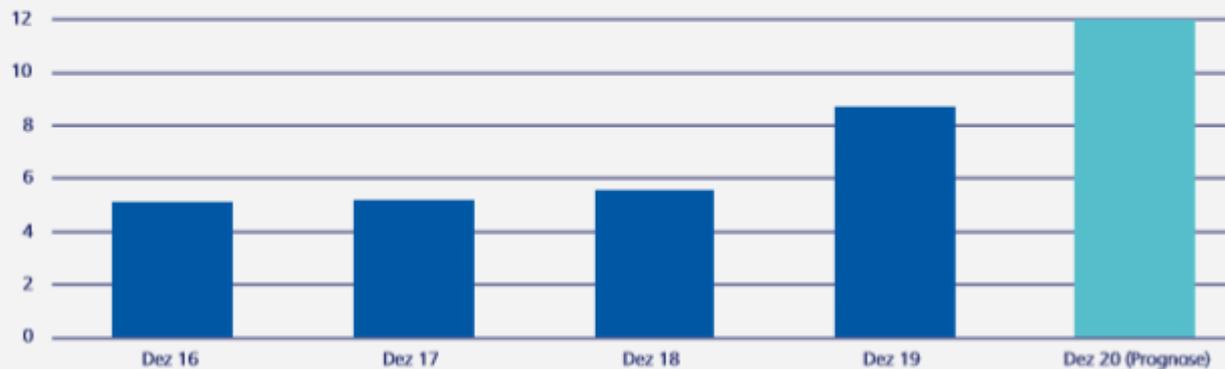


Source: State Street Global Advisors as of February 2019

Risikodimensionen/Benchmarkzusammensetzung: Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index (III) – Anteil Schwellenländer steigt

Der Anteil von Schwellenländeranleihen steigt stetig und kann nicht mehr vernachlässigt werden

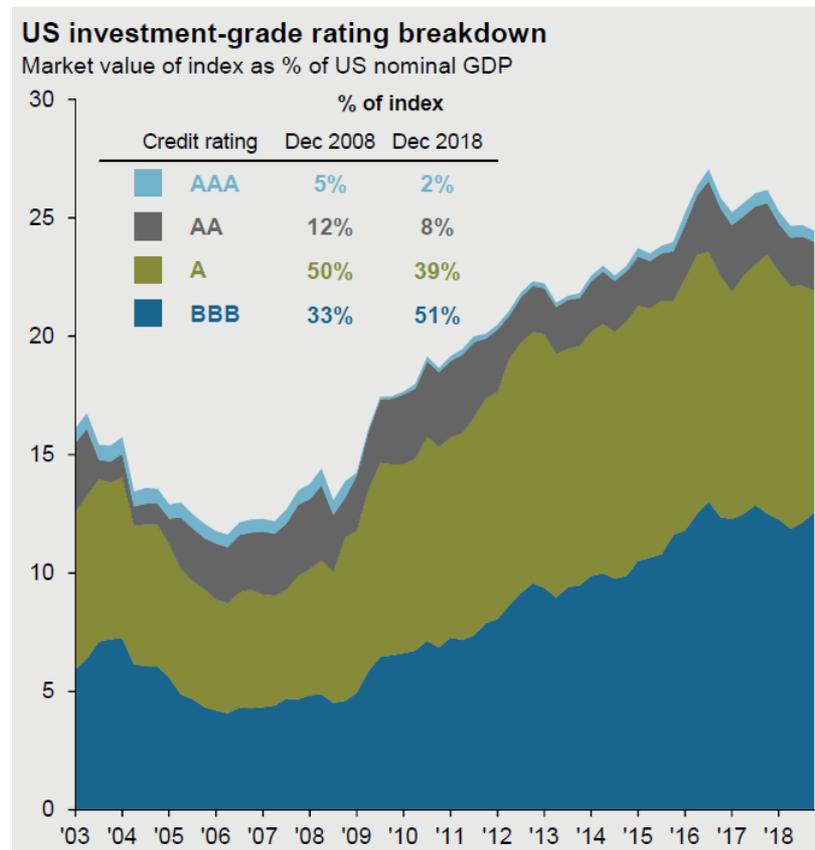
Anteil der EM im Bloomberg Barclays Global Aggregate Index in %



Quelle: Bloomberg

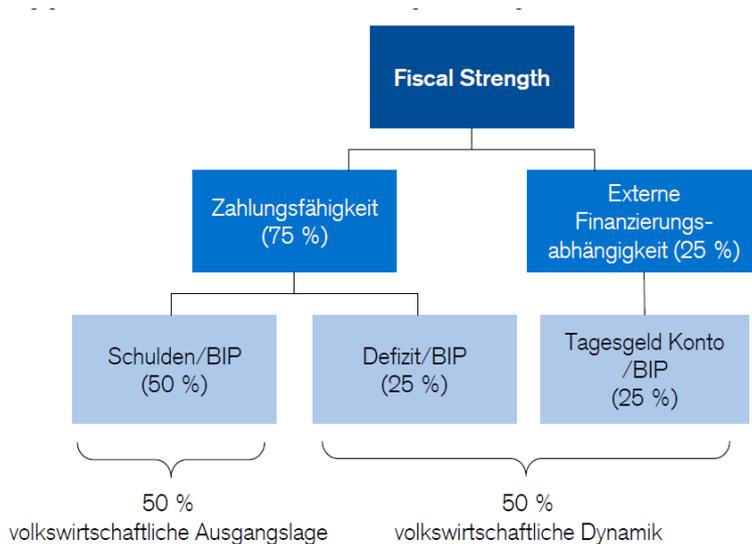
Obligationen FW – Risikodimensionen / Schuldnerisiko

- Das **Schuldnerisiko** hat seit Finanzkrise zugenommen.
- Bei Unternehmensanleihen nimmt der Anteil von BBB Rating über 10 Jahre von 33% auf 51% zu.



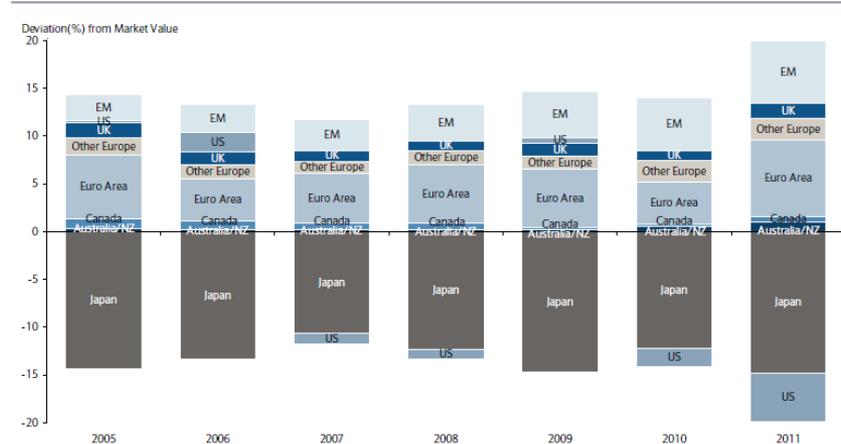
Source: J.P. Morgan, 31.12.2018

Benchmark Obligationen FW – sgpk: Bloomberg Barclays Fiscal Strength Global Treasury Custom (TR) (CHF-H)



Quellen: Bloomberg Barclays, Credit Suisse

Figure 25: Global Treasury Fiscal Strength Weighted Index: Historical Deviations (%) from Market Value Weights by Country Bloc²¹



Quelle: Barclays Capital Fiscal Strength Weighted Bond Indices, July 2011, Seite 36

- In den Obligationen Fremdwährungen verwendet sgpk den Index Bloomberg Barclays Fiscal Strength Global Treasury Custom Index (ex CH ex JP) als Benchmark.
- Mit diesem Index soll der Schuldneranteil von hoch verschuldeten Ländern im Vergleich zu marktgewichteten Indizes reduziert sowie Kriterien zur Zahlungsfähigkeit höher gewichtet werden.
- Es werden die Daten des World Economic Outlook (WEO) des internationalen Währungsfonds (IWF) verwendet und dabei die volkswirtschaftliche Ausgangslage sowie die volkswirtschaftliche Dynamik gleichgewichtet berücksichtigt.
- Der obenstehende historische Vergleich zu den Länderallokationsunterschieden gegenüber den Marktgewichten bezieht sich auf den Bloomberg Global Treasury Fiscal Strength Index. Die Benchmark der sgpk verfügt zusätzlich über einen Ausschluss der Länder Schweiz und Japan sowie über eine CHF Währungsabsicherung.

Obligationen FW – Aktiv versus passiv (1)

Bei den Obligationen FW empfiehlt sich nach Ansicht Complementa ein (semi-) **aktiver Verwaltungsstil**, weil:

- Benchmarks sind aufgrund **hoher Anzahl von Anleihen** nur schwierig replizierbar
- Eine **Gewichtung der Emittenten gemäss Höhe des Verschuldungsgrads** mag nicht zielführend sein
- Verschiedene Titel weisen eine **beschränkte Liquidität** und damit hohe Bid-/Ask-Spreads auf, welche wiederum zu hohen Transaktionskosten führen.
- **Obligationenindizes** weisen einen **hohen Turnover** in der Indexzusammensetzung auf (abgelaufene Obligationen entfallen aus dem Index, neue werden aufgenommen). Dabei fallen in der Benchmark keine Kosten an.
- Mit einer **passiven Umsetzung** hätten die Anleger die **Risiken** (Zins- und Bonitätsrisiko) in ihrem Portfolio (oft unbemerkt) **über die letzten rund 10 Jahre erhöht**. **Aktives Management** kann eine **bewusste Steuerung dieser Risikodimensionen** und damit eine verbesserte risikoadjustierte Rendite ermöglichen.
- Im Obligationen FW Bereich gibt es viele Investoren mit **unterschiedlichen Interessen** (z.B. Nationalbanken, bei denen nicht die Performance im Vordergrund steht -> **Opportunitäten für aktive Manager**).

Obligationen FW – Aktiv versus passiv (2)

- Einsatz von aktiv und passiv verwalteten Vermögen möglich, Tendenz ging in den letzten Jahren in Richtung von passiven Lösungen. Vor allem auch, weil die Renditen sehr tief sind damit den Gebühren mehr Gewicht zugeordnet wird.

Tabelle: Die Bilanz aktiv verwalteten Fonds im Kategorie-Vergleich

Morningstar Kategorie	Erfolg 1Jahr	Erfolg 3Jahre	Erfolg 5Jahre	Erfolg 10Jahre	Erfolg 15Jahre
Asia ex Japan Equity	49%	29%	34%	28%	n.v.
Europe Large-Cap Blend Equity	27%	19%	20%	15%	13%
Eurozone Large-Cap Equity	19%	16%	20%	22%	18%
Germany Large-Cap Equity	44%	46%	45%	32%	25%
Global Emerging Markets Equity	56%	35%	31%	28%	24%
Global Large-Cap Blend Equity	19%	11%	8%	5%	6%
Japan Large-Cap Equity	34%	29%	26%	16%	8%
Switzerland Large-Cap Equity	33%	28%	42%	22%	24%
UK Large-Cap Equity	60%	38%	31%	39%	28%
US Large-Cap Blend Equity	25%	12%	7%	3%	4%
Durchschnitt Aktien	37%	26%	26%	21%	17%
CHF Bond	50%	35%	27%	22%	6%
EUR Corporate Bond	60%	52%	46%	36%	18%
EUR Diversified Bond	30%	15%	13%	12%	11%
Global Bond	43%	27%	25%	29%	24%
Global Emerging Markets Bond	46%	30%	30%	n.v.	n.v.
Durchschnitt Bonds	46%	32%	28%	25%	15%

Erfolg entspricht Success Rate, also überlebende Outperformer-Fonds, Daten per 31.12.2019, Quelle: Morningstar Direct

In der EUR Corporate Bond Kategorie ist die Erfolgsquote von rund 50-60% über die Zeiträume 1-5 Jahre im Vergleich zu anderen Kategorien rel. gut.

In der Global Bond Kategorie ist die Erfolgsquote von rund 30% über die verschiedenen Zeiträume gering.

- Obligationen FW kann heute sehr kostengünstig passiv umgesetzt werden. Auch globale Indexprodukte vorhanden.
- Total Return Produkte können Sinn machen. Diese bedeuten aber grosse Abweichungen vom Benchmark, die der Investor in Kauf nehmen muss.

Obligationen FW – Interne versus externe Bewirtschaftung

Kriterium	Beurteilung	Vorteile für ...
Kosten	Für Core Lösungen (Global Aggregate) sind sehr kostengünstige Lösungen vorhanden. Global Aggregate Indexlösungen für wenige Basispunkte verfügbar. Im aktuellen Umfeld mit sehr tiefen Renditeerwartungen fallen Gebühren für aktive Manager schwerer ins Gewicht.	Externes Management
Möglichkeiten zur Individualisierung	Bei Mandatslösungen individuelle Wünsche berücksichtigbar. Bei Indexfondslösungen schwieriger (muss entsprechenden Index geben, der beispielsweise die Ratingeinschränkung berücksichtigt)	-
Interessenkonflikte	Potenzielle Interessenkonflikte scheinen bei externem Management höher (Vermögensverwaltungsgebühren, Transaktionsgebühren etc.)	Internes Management
Portfoliomanagementressourcen / Infrastruktur	Schwierige Expertise für grosses Universum von Obligationen FW intern aufzubauen.	Externes Management
Operationelle Risiken	Müssen, sofern nicht in Verantwortung der Fondsleitung, von sgpk getragen werden, können aber durch geeignete organisatorische Massnahmen minimiert werden	Externes Management
Fazit: Beibehaltung von externem Management, da globale interne Umsetzungen schwierig mit internen Ressourcen umsetzbar.		

Obligationen FW – Gebühren

Übersicht TER der Umsetzungen:

Kategorie	Manager	Volumen in Mio. CHF	TER
Obligationen FW			
Gallus FW-Obligationen	Credit Suisse, Zürich	426.8	0.09%
Gallus Unternehmensanleihen	PineBridge, New York	249.2	0.21%
Schroder Euro Corporates Bond Fund	Schroder, London	95.3	0.23%
CSIF (CH) Bond Corporate EUR ZB	Credit Suisse, Zürich	88.8	0.05%

- Total Expense Ratio (TER) bei den passiven Produkten 0.05% resp. 0.09%.
- Gesamtquote Obligationen FW könnte man wohl mit passivem Global Aggregate Umsetzung für runter 0.05% umsetzen.
- Total Expense Ratio (TER) bei den aktiven Umsetzungen 0.21% resp. 0.23%.
- Bei den Unternehmensanleihen EUR zeigt sich der Preisunterschied von der aktiven zur passiven Umsetzung: aktiv (0.23%) passiv (0.05%).
- Die Unternehmensanleihen könnten aus passiv global (nicht nur 2 Regionen EUR und US) für max. 0.05% umgesetzt werden.
- Bei der Beurteilung der Gebühren sollte auch die relative Nettoperformance berücksichtigt werden.

Global Aggregate Bonds – Fazit Umsetzungsformen

- Einsatz von **aktiv und passiv** verwalteten Vermögen möglich, Tendenz ging in den letzten Jahren in Richtung von passiven Lösungen.
- Der weitverbreitetste und oftmals verwendete Leitindex ist der **BarCap Global Aggregate** (bzw. **JPM GABI** oder **CG World BIG**) bestehend aus rund 55% Staatsanleihen, 20% Unternehmensanleihen und 25% Securitized (MBS, Non Corporates, Agency).
- Die **Zinssensitivität** ist in den letzten Jahren deutlich auf eine Duration von rund 7.2 gestiegen. Ende der Finanzkrise (Juni 2009) lag die Duration des BarCap Global Aggregate noch bei rund 5.3.
- Häufigste **Alternativen** um die **Zinssensitivität** des Portfolios zu reduzieren:
 - **Laufzeiten einschränken**
I.d.R. Begrenzung auf 1-3 Jahre oder 1-5 Jahre, Produkte oftmals gekennzeichnet mit «short duration» oder «short term»
 - Fokus auf **Unternehmensanleihen**
Die durchschnittliche Zinssensitivität bei Unternehmensanleihen ist mit einer Modified Duration von 7.7 geringer als bei Staatsanleihen, welche eine durchschnittliche Modified Duration von 8.5 besitzen.
- **Keine Beschränkung** des **Anlagevolumen**, da schon für geringe Vermögen Fondslösungen vorhanden sind. Mandate sinnvoll ab etwa CHF 30 Mio. vor allem aus Diversifikationsüberlegungen.
- **Auswahl** der **Manager** und der **verwendeten Indizes** (Ratingqualität, Laufzeit, Schuldnerdomizil und Währung) **zentral**, u.a. wegen Investitionsuniversum, unterschiedlichen Zinskurven und möglichem Aktivitätsgrad bei aktiven Managern.

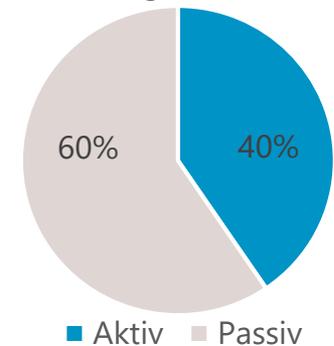
Obligationen FW – Umsetzung sgpk / Grundlagen

- Die Kategorie Obligationen FW ist durch folgende zusammengesetzte Benchmark vorgegeben:
 - 50% Barclays Global Treasuries ex CH ex JP Fiscal Strength TR
 - 25% BofA merrill Lynch eMU Corp Index TR
 - 25% Barclays Capital US Credit Index TR (hedged in CHF)

- Die Umsetzung in den Obligationen FW erfolgt durch nachfolgende Umsetzungen:

Kategorie	Volumen in			Umsetzungsart	TER
	Mio. CHF	Bewirtschaftung			
Obligationen FW					
Gallus FW-Obligationen	426.8	extern	passiv	0.09%	
Gallus Unternehmensanleihen	249.2	extern	aktiv	0.21%	
Schroder Euro Corporates Bond Fund	95.3	extern	aktiv	0.23%	
CSIF (CH) Bond Corporate EUR ZB	88.8	extern	passiv	0.05%	
Overlay	6.4	intern	aktiv		

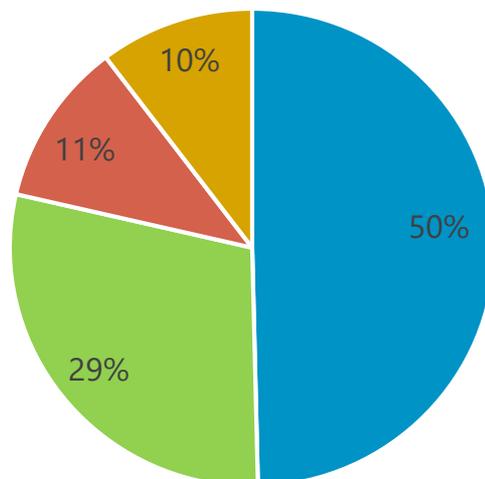
Aufteilung Aktiv/Passiv



- Die Bewirtschaftung erfolgt bei allen Umsetzungen extern (Ausnahme: Overlay intern)
- 60% der Obligationen FW werden passiv umgesetzt. Dabei mehrheitlich via passiver Staatsanleihen-umsetzung Gallus Fremdwährungsobligationen. Der Fund CSIF Bond Corporate EUR ZB entspricht ebenfalls einer passiven Umsetzung.
- 40% werden aktiv umgesetzt, dabei mehrheitlich via der Gallus Unternehmensanleihen Umsetzung. Zudem besteht ein Investment in den Schroder Euro Corporates Bond Fund, welcher in Euro denominierte Unternehmensanleihen investiert.

Aufteilung der Anlagekategorie Obligationen FW

Mandat	Manager	Anlagevolumen (Mio. CHF)	Total Expense Ratio (TER)
Obligationen FW			
Gallus FW-Obligationen	Credit Suisse, Zürich	426.8	0.09%
Gallus Unternehmensanleihen	PineBridge, New York	249.2	0.21%
Schroder Euro Corp. Bond Fund	Schroder, London	95.3	0.23%
CSIF (CH) Bond Corporate EUR ZB	Credit Suisse, Zürich	88.8	0.05%



- Global CS Staatsanleihen
- US Corporates Pinebridge
- EUR Corporates Schroder
- EUR Corporates CS passiv

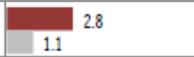
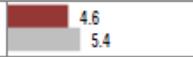
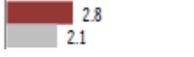
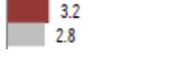
- Rund 50% in Staatsanleihen (Welt)
- Rund 30% in Unternehmensanleihen USA (Pinebridge)
- Rund 20% in Unternehmensanleihen EUR (je 10% in Schroder und 10% in passiv CS)

Obligationen FW – Rendite Gesamtsegment

Risiko-Rendite-Analyse - seit Mandatsbeginn, annualisiert | 31.12.2019

PORTFOLIO (PF)	MARKTWERT 31.12.19 CHFm	PERFORMANCE		VOLATILITÄT		SHARPE RATIO		TE %	IR	ALPHA %	BETA
		PF	BM	PF	BM	PF	BM				
		%	%	%	%						
Obligationen FW (Staatsanleihen)	426.8	4.53	4.72	4.3	4.3	1.2	1.3	0.1	-2.8	-0.2	1.0
Gallus Fremdwährungsobligationen - sgpk	426.8	4.53	4.72	4.3	4.3	1.2	1.3	0.1	-2.8	-0.2	1.0
Obligationen FW (Unternehmensanleihen)	439.5	9.66	7.88	3.2	2.9	3.1	2.9	0.5	3.2	1.0	1.1
Gallus Unternehmensanleihen	249.2	12.94	11.78	6.5	6.3	2.0	1.9	0.5	2.1	0.7	1.0
Schroder ISF Euro Corporate Bonds	95.3	5.70	2.49	5.0	4.7	1.3	0.7	0.5	5.7	2.9	1.1
Unternehmensanleihen EUR passiv (CS)	88.8										
Overlay FW-Obligationen USD	3.9										
Overlay FW-Obligationen EUR	1.3										
Overlay Unternehmensobligationen passiv - EUR	1.2										

Risikokennzahlen seit Beginn | 31.12.2019

PORTFOLIO (PF)	MARKTWERT 31.12.19 CHFm	PERFORMANCE								VOLATILITÄT					TRACKING ERROR				INFORMATION RATIO					
		-4.0	-2.0	0.0	2.0	4.0	6.0	8.0	10.0	0.0	5.0	10.0	15.0	20.0	0.0	2.0	4.0	6.0	8.0	-1.0	0.0	1.0	2.0	3.0
Obligationen FW (Staatsanleihen)	426.8																							
Obligationen FW (Unternehmensanleihen)	439.5																							

Quelle: Pictet STAR – Strategic Asset Reporting für die St. Galler Pensionskasse (sgpk) per 31.12.2019

- Staatsanleihen: Seit Mandatsbeginn resultiert bei den Staatsanleihen eine Outperformance von +1.7% bei tieferer Volatilität.
- Unternehmensanleihen: Seit Mandatsbeginn Outperformance von +0.7% bei höherer Volatilität.

Obligationen FW – Rendite Staatsanleihen

5.3.4. Gallus Fremdwährungsobligationen

Performanceübersicht jährlich

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	seit Beginn
Total											05.05.2010
Portfolio brutto	-5.48%	2.21%	9.46%	1.88%	8.86%	-16.21%	1.14%	-0.31%	-0.55%	4.48%	2.94%
Portfolio netto	-5.48%	2.21%	9.46%	1.88%	8.86%	-16.21%	1.14%	-0.31%	-0.55%	4.48%	2.94%
Benchmark	-11.34%	3.22%	8.13%	0.59%	9.20%	-13.82%	1.48%	-0.26%	-0.40%	4.72%	-1.12%
Relativ brutto	5.85%	-1.01%	1.33%	1.30%	-0.34%	-2.40%	-0.34%	-0.05%	-0.15%	-0.24%	4.06%

- Passiv verwaltetet Staatsanleiheumsetzung bei der Credit Suisse, wobei bei der Auswahl und Gewichtung der Schuldnerländer eine konservative Ausrichtung verfolgt wird.
- Seit Investitionsbeginn Vorsprung (insbesondere aus dem Jahr 2010, als +5.9% Outperformance).
- Seit 2014 jährlich eine relative Underperformance (2015 deutlich mit -2.4%).
- Über 1, 3, 5 Jahre mit Rückständen.
- Die Performancehistorie ist aufgrund mehrmaliger BM-Umstellungen mit entsprechenden Portfolioumschichtungen wenig aussagekräftig.

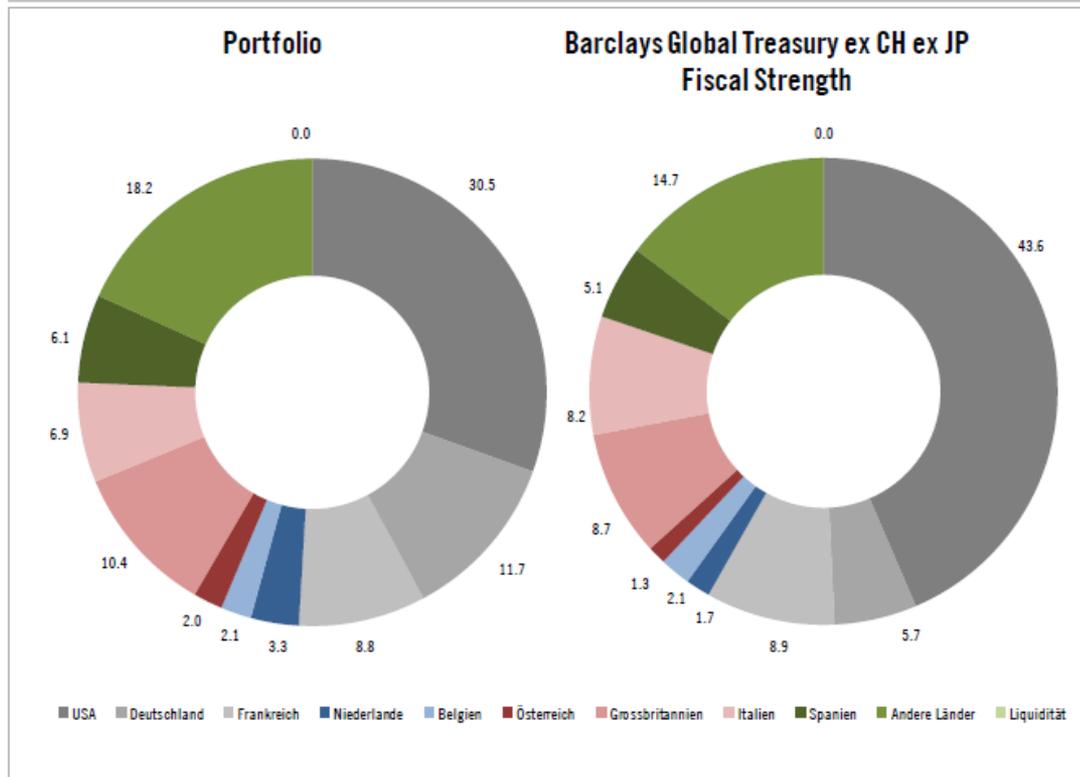
Obligationen FW – Staatsanleihen Zusammensetzung im Vergleich zur Vorgabe

Vermögensstruktur nach Anlagekategorie | 31.12.2019

FW Obligationen Staatsanleihen



Allokation nach Ländern (ohne Währungsabsicherung)



Allokation nach Ratings

Bezeichnung	MARKTWERT		
	CHFm	Allokation %	BM %
Total	426.8	100.0	100.0
AAA	98.4	23.0	55.9
AA	236.1	55.3	24.8
A	17.8	4.2	8.9
BBB	66.4	15.5	10.4
Non Invest. Grade	0.1	0.0	
ohne Rating			
Liquidität	8.1	1.9	

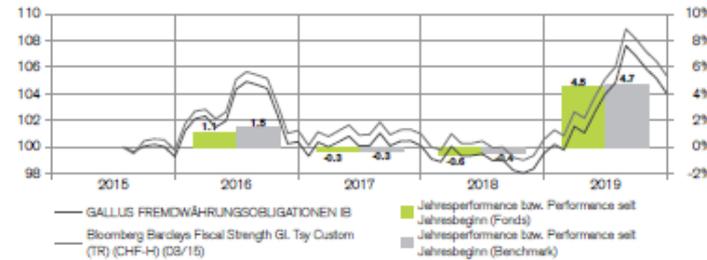
Allokation nach Laufzeiten

Bezeichnung	MARKTWERT		
	CHFm	Allokation %	BM %
Total	426.8	100.0	100.0
Laufzeit <1J	22.8	5.3	0.5
Laufzeit 1-3 J	78.8	18.5	25.8
Laufzeit 3-5 J	76.1	17.8	19.1
Laufzeit 5-7 J	60.2	14.1	13.0
Laufzeit 7-10 J	61.6	14.4	12.7
Laufzeit >10J	127.5	29.9	28.9
ohne Laufzeit			

- Deutlich höherer AA und BBB Anteile gegenüber BM.
- Deutlich tieferer AAA Anteil gegenüber BM.
- USA deutlich untergewichtet.

Obligationen FW – Umsetzung sgpk – Gallus Obligationen FW Staatsanleihen

Netto-Performance in CHF (zurückgesetzt auf Basis 100) und Jahresperformance ¹⁾



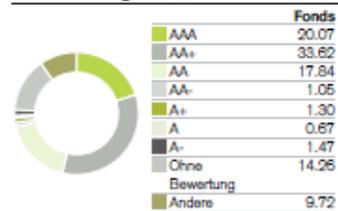
Der Fonds wurde am 05.05.2010 lanciert. Die Performance wird ab Juli 2015 ausgewiesen, da seit diesem Monat der Fonds alleine durch CSAM verwaltet wird.

Netto-Performance in CHF ¹⁾

	1 Monat	3 Monate	6 Monate	YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	3 Jahre	5 Jahre	ITD*
								% p.a.	% p.a.	
Fonds	-1.09	-2.65	0.04	4.48	4.48	3.58	-	1.18	-	2.53
Benchmark	-1.04	-2.57	0.22	4.71	4.71	4.02	-	1.32	-	7.74

*seit Auflegung

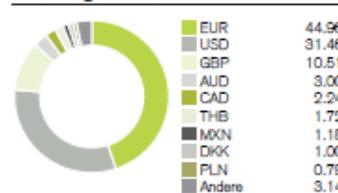
Kredit-Ratings in %



Restlaufzeiten in Jahren

Restlaufzeit	Fonds
0 - 1 Jahr	5.34
1 - 3 Jahre	18.45
3 - 5 Jahre	17.82
5 - 7 Jahre	14.10
7 - 10 Jahre	14.42
> 10 Jahre	29.87

Währungen in %



Länder in %

Land	Fonds
USA	31.47
Deutschland	12.37
UK	10.51
Frankreich	8.78
Italien	6.78
Spanien	6.09
Niederlande	3.31
Australien	3.00
Andere	17.69

Laufzeit und Rendite

Messung	Fonds
Bruttoportefeulierendite in %	0.92
Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren	10.09
Modified Duration in Jahren	7.83

Anzahl der Titel

Messung	Fonds
Anzahl der Titel	603

Vermögensaufteilung in %

Kategorie	Fonds
Staatsanleihen	99.65
Zahlungsmittel / -äquivalente	0.35

Fondsstatistik

Messung	1 Jahr	seit Auflegung
Annualisierte Volatilität in %	4.32	3.17
Information Ratio	-3.64	-0.95
Tracking Error (Ex post)	0.06	0.31
Maximaler Verlust in % ²⁾	-3.35	-6.53

- Bewirtschaftung: extern
 - 50% der Obligationen FW Quote
 - Indexiertes Produkt
 - Benchmark: Bloomberg Barclays Fiscal Strength Gl. Tsy Custom.
 - Index besteht aus festverzinslichen, öffentlichen Investment-Grade-Anleihen staatlicher Emittenten.
 - Der Fonds wurde am 5. Mai 2010 lanciert und wird seit Juli 2015 durch CSAM verwaltet.
 - Seit Auflage auf Nettobasis kumulierte Underperformance von -5.2% gegenüber Benchmark. Diese Performance ist jedoch verzerrt, da im Januar 2015 die Währungsabsicherung ausserhalb der Umsetzung erfolgte.
 - Persistente historische Anlageergebnisse, da auch über 1 und 3 Jahre mit Rückstand.
 - Tracking Error seit Auflage bei 0.3%, rel. hoch.
- ⇒ Ungewöhnlich deutliche Abweichung von der Benchmark seit Investitionsbeginn für eine indexiertes Produkt. Diese ist jedoch verzerrt, da die Währungsabsicherung im Januar 2015 ausserhalb der Umsetzung erfolgte.

Obligationen FW – Rendite Unternehmensanleihen

2. Gallus IF Unternehmensanleihen (NAV)

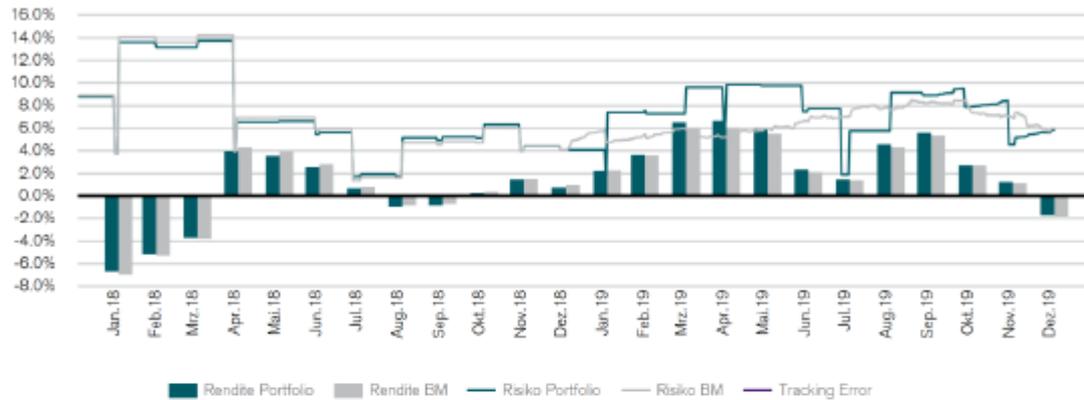
2.1 Performance

Performanceübersicht										
(in CHF)										
	Kumulierte Performance				Annualisierte Performance				Risiko	Tracking Error
	1 Monat	3 Monate	6 Monate	12 Monate	2 Jahre	3 Jahre	5 Jahre	seit Beginn	seit Beginn	
Total								31.07.2015		1'298
Portfolio brutto	-2.75%	-1.74%	3.71%	12.96%	5.48%	4.32%	5.41%	5.41%	6.64%	
Portfolio netto	-2.75%	-1.74%	3.71%	12.96%	5.48%	4.32%	5.41%	5.41%	6.64%	
Benchmark	-2.82%	-1.87%	3.35%	11.78%	5.21%	4.06%	5.21%	5.21%	6.61%	0.44%
Relativ brutto	0.08%	0.13%	0.36%	1.18%	0.27%	0.26%	0.20%	0.20%		

- 2019 mit deutlichem Vorsprung von über 1% vor der Benchmark.
- Seit Investitionsbeginn leichter Vorsprung von +0.2% bei etwa gleichem Risiko (Volatilität) die der Benchmark.

Obligationen FW – Risiko Unternehmensanleihen

Performance, Risiko und Tracking Error (3M rollend)

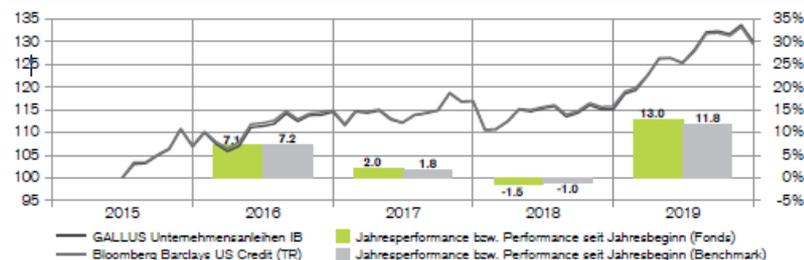


Sharpe, Treynor und Information Ratio (12 Monate rollend)



Obligationen FW – Umsetzung sgpk – US Unternehmensanleihen (PineBridge)

Netto-Performance in CHF (zurückgesetzt auf Basis 100) und Jahresperformance ¹⁾

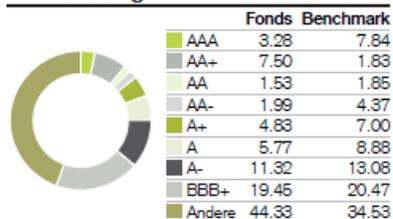


Netto-Performance in CHF ¹⁾

	1 Monat	3 Monate	6 Monate	YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	3 Jahre % p.a.	5 Jahre % p.a.	ITD*
Fonds	-2.75	-1.74	3.71	12.96	12.96	13.53	-	4.32	-	29.78
Benchmark	-2.82	-1.87	3.35	11.78	11.78	12.69	-	4.06	-	29.46

*seit Auflegung

Kredit-Ratings in %



Restlaufzeiten in Jahren

	Fonds	Benchmark
0 - 1 Jahr	8.63	1.32
5 - 7 Jahre	12.55	13.91
7 - 10 Jahre	15.68	15.49
1 - 3 Jahre	13.41	20.39
3 - 5 Jahre	16.35	16.46
> 10 Jahre	33.38	32.43

Fondsstatistik

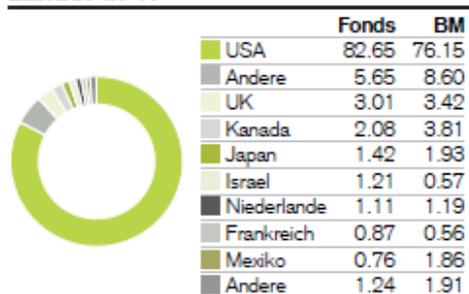
	1 Jahr	Benchmark	3 Jahre	Benchmark	seit Auflegung	Benchmark
Annualisierte Volatilität in %	6.51	6.30	6.59	6.55	6.69	6.64
Information Ratio	2.38	-	0.61	-	0.11	-
Tracking Error (Ex post)	0.50	-	0.42	-	0.49	-
Maximaler Verlust in % ²⁾	-2.75	-2.82	-6.73	-6.95	-6.73	-6.95

- Bewirtschaftung: extern
 - Aktive Selektion gegenüber Bloomberg Barclays US Credit
 - Fondsmanager: PineBridge Investments LLC
 - Vornehmlich in erstklassige (Investment Grade) und in begrenztem Umfang auch in High-Yield-Anleihen möglich
 - Kreditrating: relativ grosser Anteil Andere 44.3% (BM 34.5%).
 - Shareklasse seit Mitte 2015
 - Benchmark: Bloomberg Barclays US Credit (TR)
 - Outperformance über 1 und 3 Jahre. Risikobeurteilung (ob ähnlich wie Benchmark) kann aufgrund der Daten nicht abschliessend beurteilt werden.
- ⇒ Gute relative Anlageergebnisse im Risk-on Umfeld der letzten Jahre. Kreditrisiko näher analysieren (44% «Andere»)

Quelle: Factheet Gallus Unternehmensanleihen per 31.12.2019

Obligationen FW – Umsetzung sgpk – US Unternehmensanleihen (PineBridge) - Zusammensetzung

Länder in %



Laufzeit und Rendite

	Fonds	Benchmark
Bruttoportefeuillerendite in %	3.37	3.24
Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren	10.42	10.43
Modified Duration in Jahren	7.43	7.59

Anzahl der Titel

Fonds	286
Benchmark	6'713

Vermögensaufteilung in %

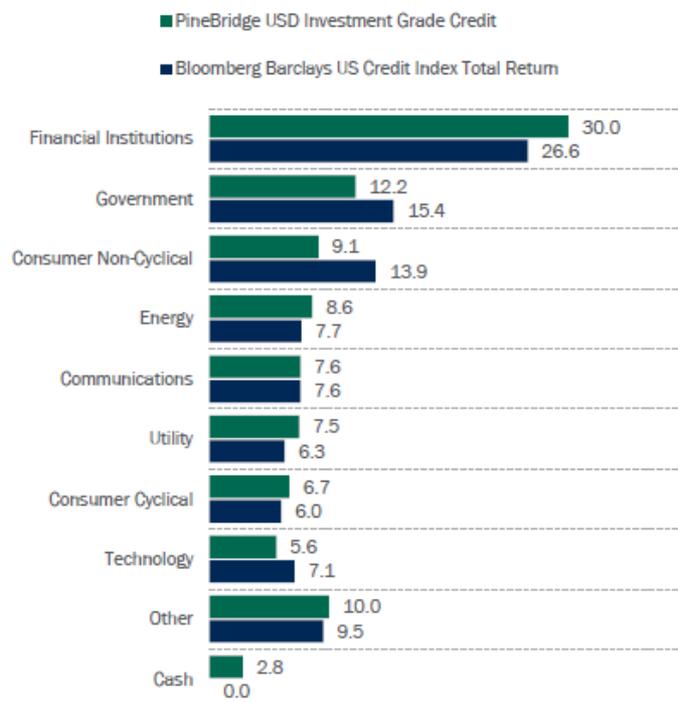
Bank- und Versicherungsanleihen	28.62
Staatsanleihen	9.67
Energie	8.85
Telekommunikations- Dienste	7.81
Industrieanleihen	7.62
Versorgungsbetriebe	7.24
Gesundheitswesen	6.89
Konsumgüter (zyklisch)	6.44
Zahlungsmittel / -äquivalente	3.06
Andere	13.80
Total	100.00

- Stärkere Ausrichtung auf die USA
 - Ähnliche Modified Duration 7.4 vs. 7.6
 - Bruttorendite leicht höher 3.4% vs. 3.2%
- ⇒ Ende 2019 ähnliche Länderallokation und ähnliches Zinsrisiko.
- ⇒ Deutlich weniger Titel (286) vs. BM (6713).

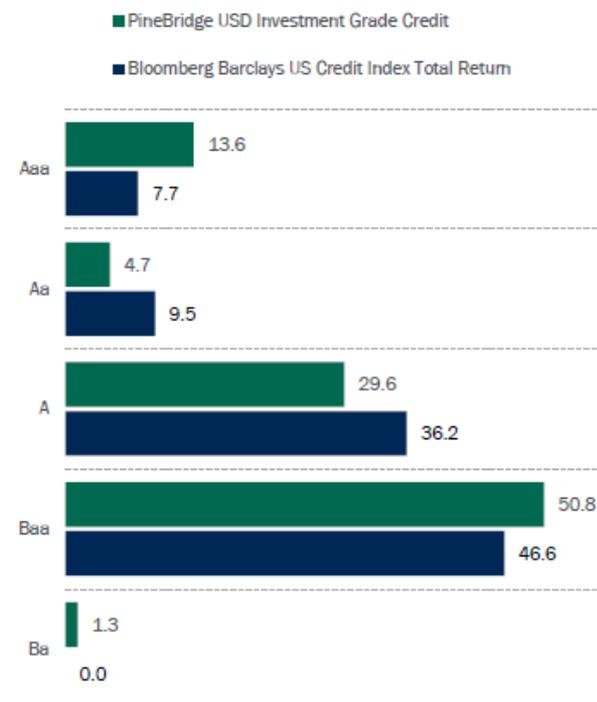
Quelle: Factset Gallus Unternehmensanleihen per 31.12.2019

Obligationen FW – Umsetzung sgpk – US Unternehmensanleihen (PineBridge) – Zusammensetzung im Vergleich zur BM

Sector Allocation (%)



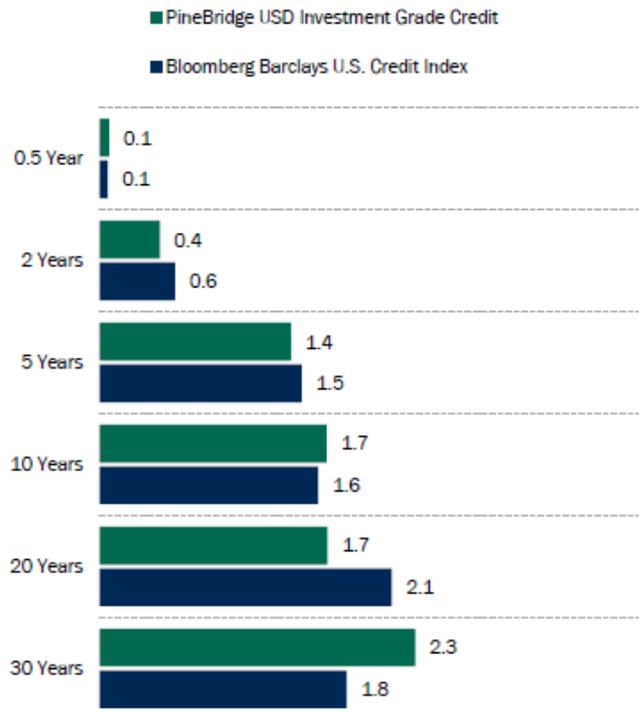
Credit Quality (%)



As of 31 December 2019. Due to rounding, percentages may not add up to 100. Allocations distributed across the PineBridge USD Investment Grade Credit Fund. There can be no assurance that any of the above allocations or will remain in the account at the time this information is presented. The inception date of the Fund is 17 October 2016. The benchmark for the Fund is the Bloomberg Barclays US Credit Index Total Return. Benchmarks are used for illustrative purposes only, and any such references should not be understood to mean there would necessarily be a correlation between investment returns of any investment and any benchmark. An investor generally cannot invest in a benchmark, and any referenced benchmark does not reflect fees and expenses associated with the active management of any investment.

Obligationen FW – Umsetzung sgpk – US Unternehmensanleihen (PineBridge) – Zusammensetzung im Vergleich zur BM

Key Rate Duration (Years)



Country Allocation (%)

	PineBridge USD Investment Grade Credit	Bloomberg Barclays U.S. Credit Index
United States	77.1	72.7
United Kingdom	3.5	4.0
Italy	2.4	0.2
Canada	2.3	3.7
Germany	2.3	1.9
Japan	1.4	2.0
Belgium	1.2	1.0
Switzerland	1.1	0.6
Other	6.0	14.0
Cash	2.8	0.0

As of 31 December 2019. Due to rounding, percentages may not add up to 100. Allocations distributed across a Representative Account, which represents a member of the PineBridge

Obligationen FW – Umsetzung sgpk – US Unternehmensanleihen (PineBridge) –Charakteristika im Vergleich zur BM

	PineBridge USD Investment Grade Credit	Bloomberg Barclays U.S. Credit Index
Option Adjusted Spread (bps)	105.4	89.8
Option Adjusted Duration (yrs.)	7.6	7.7
Average Weighted Coupon (%)	3.8	4.1
Yield to Worst (%)	2.9	2.8
Yield to Maturity (%)	3.0	2.8
Average Credit Quality	A2/A3	A2/A3
Number of Holdings	300	6,822

Obligationen FW – Umsetzung sgpk – EUR Unternehmensanleihen – Passiv

Performance Übersicht

jährlich 01.10.2009 - 31.12.2019

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Portfolio brutto	1.35%	5.36%	4.83%	11.79%	1.98%	8.71%	-0.45%	4.82%	2.52%	-1.24%	6.38%
Portfolio netto	1.35%	5.36%	4.83%	11.79%	1.98%	8.71%	-0.45%	4.82%	2.52%	-1.24%	6.38%
Benchmark	1.77%	4.43%	2.81%	12.53%	2.15%	8.39%	-0.56%	4.73%	2.41%	-1.25%	6.24%
Relativ (zu brutto)	-0.43%	0.94%	2.03%	-0.74%	-0.17%	0.32%	0.11%	0.09%	0.11%	0.01%	0.14%

Performance Übersicht

kumuliert 01.10.2009 - 31.12.2019

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Portfolio brutto	1.35%	6.78%	11.94%	25.15%	27.62%	38.74%	38.12%	44.78%	48.42%	46.58%	55.94%
Portfolio netto	1.35%	6.78%	11.94%	25.15%	27.62%	38.74%	38.12%	44.78%	48.42%	46.58%	55.94%
Benchmark	1.77%	6.28%	9.26%	22.96%	25.60%	36.15%	35.38%	41.78%	45.20%	43.38%	52.33%
Relativ (zu brutto)	-0.43%	0.50%	2.68%	2.19%	2.02%	2.60%	2.74%	3.00%	3.22%	3.20%	3.61%

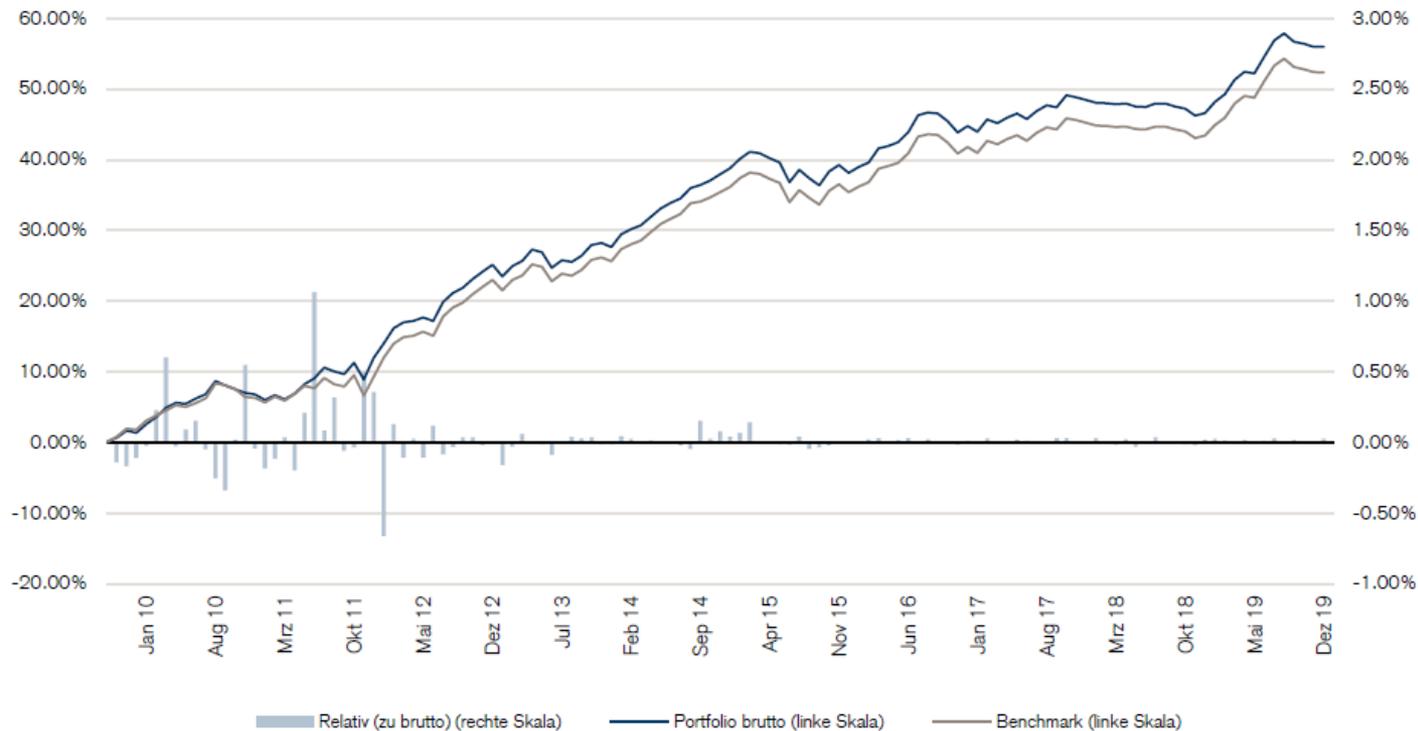
- Erwartungsgemäss benchmarknahe Umsetzung der passiven Umsetzung.

Quelle: CS Report 31.12.2019

Obligationen FW – Umsetzung sgpk – EUR Unternehmensanleihen – Passiv

Rendite kumuliert und relative Renditen monatlich

01.10.2009 - 31.12.2019



Obligationen FW – Umsetzung sgpk – EUR Unternehmensanleihen – Passiv - Struktur

Obligationen

nach Rating und Anleihssektoren 31.12.2019

	Staatsanleihen		Staatsähnliche Anleihen		Unternehmensanleihen		Verbriefte Anleihen		Total	
	Portfolio	Benchmark	Portfolio	Benchmark	Portfolio	Benchmark	Portfolio	Benchmark	Portfolio	Benchmark
AAA					0.34%	0.41%			0.34%	0.41%
AA+					0.37%	0.43%			0.37%	0.43%
AA					0.70%	0.99%			0.70%	0.99%
AA-					7.65%	8.11%			7.65%	8.11%
A+					8.56%	8.43%			8.56%	8.43%
A					12.41%	12.06%	0.03%	0.02%	12.44%	12.08%
A-					16.76%	16.69%			16.76%	16.69%
BBB+					22.44%	22.95%			22.44%	22.95%
BBB					18.86%	18.64%			18.86%	18.64%
BBB-			0.03%		11.11%	11.25%			11.14%	11.25%
BB+										
BB										

Obligationen FW – Umsetzung sgpk – EUR Unternehmensanleihen – Passiv

Kennzahlen

31.12.2019

	Portfolio	Benchmark
Anzahl Positionen	1'845	2'867
Standardabweichung	1.76%	1.77%
Beta vs. Benchmark	1.00	
Erwarteter Tracking Error (p.a.)	0.03%	
Coupons	1.82%	1.76%
Rendite	0.49%	0.49%
Macaulay Duration to Maturity (in Jahren)	5.15	5.18
Modified OA Duration	5.19	5.21
Konvexität	0.39	0.39
Restlaufzeit (in Jahren)	7.41	7.31
Durchschnittsrating	A-	A-

Obligationen FW – Umsetzung sgpk – Schroder EUR Corporates

Share class performance

Cumulative performance	1 month	3 months	YTD	1 year	3 years	5 years	10 years
Share class (Net)	0,3	0,3	9,9	9,9	13,9	23,8	69,2
Benchmark	-0,0	-0,5	6,3	6,3	7,6	12,2	50,3

Calendar year performance	2015	2016	2017	2018	2019
Share class (Net)	1,8	6,9	5,6	-1,9	9,9
Benchmark	-0,4	4,8	2,4	-1,1	6,3

Performance over 5 years (%)



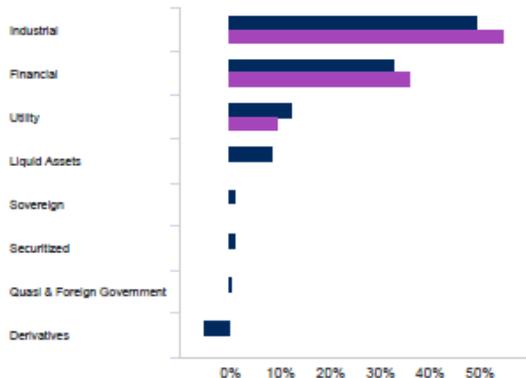
- Bewirtschaftung: extern
 - Aktive Selektion gegenüber ICE BofAML Euro Corporate TR
 - Bis zu 30% in Bonds im Non-Investment-grade Bereich zugelassen!
 - Shareklasse seit 30.01.2002
 - Benchmark: ICE BofAML Euro Corporate TR
 - Deutliche Outperformance über 1,3, 5 und 10 Jahre.
 - Bisher persistente Anlageergebnisse durch Outperformance in den letzten 5 Jahren, ausser 2018.
 - Seit Auflage mit benchmarknaher Volatilität. Der Tracking Error liegt bei 0.12 und die Information Ratio bei 1.95.
- ⇒ Gute relative Anlageergebnisse im Risk-on Umfeld der letzten 10 Jahre. Hoher Anteil HY Anleihen möglich.

Quelle: Factheet Schroder per 31.12.2019

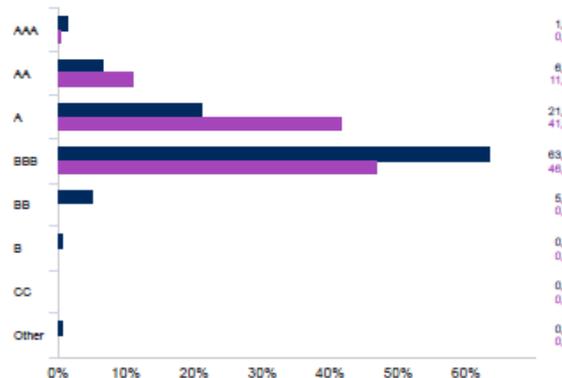
Obligationen FW – Umsetzung sgpk – Schroder EUR Corporates

Asset allocation

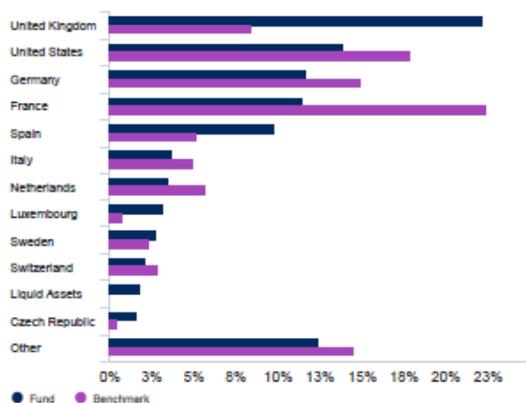
Sector (%)



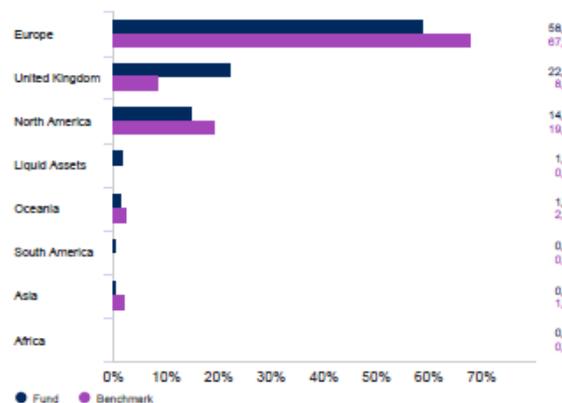
Credit quality (%)



Geographical Breakdown (%)



Region (%)



- Deutlich höheres Kreditrisiko mit 64% BBB Ratings vs. 47%
- 6% im Non-Investment-Grade Bereich
- Deutliches Übergewicht in UK und Spanien
- Untergewicht in United States

⇒ Ende 2019 deutlich risikobehaftete Positionierung gegenüber der BM.

Quelle: Factheet Schroder per 31.12.2019

Obligationen FW – Umsetzung sgpk – Schroder EUR Corporates

Portfolio Characteristics vs. Benchmark			Rating Breakdown			
As of 30.09.2019	Schroder ISF Euro Corporate Bond	Benchmark	Credit Rating	Portfolio Weight (duration weighted)	Benchmark Weight (duration weighted)	Active Weight
Number of bonds ^	484	3363	Sch Average (M/SP/F)			
Number of issuer	319	845	AAA	10.77%	0.52%	10.24%
Percentage of top ten holdings *	16.75%	1.97%	AA	2.47%	9.88%	-7.41%
Avg. Coupon **	1.95	1.87	A	29.66%	41.78%	-12.12%
Avg. Rating **	BBB+	A-	BBB	65.59%	47.75%	17.84%
Yield (effective) **	1.02	0.51	BB	5.49%	0.07%	5.42%
Duration (effective) **	5.15	5.17	B	0.34%	0.00%	0.34%
Off-Benchmark exposure (%) ***	20.41%		CCC	0.09%	0.00%	0.09%
Cash position	2.07%		NR	1.73%	0.00%	1.73%
			Cash	0.00%	0.00%	0.00%
			Other*	-16.12%	0.00%	-16.12%
^ Cash bond holdings			* Other includes forwards, interest rate swaps & synthetic offsets on CDS			
* Based on duration weighting and includes cash bond holdings only			Source: Schroders, 31.12.2019. Fixed Income Analytics. Based on duration weighting.			
** Based on market value weighting						
*** Based on duration weighting. Excludes forwards, the floating leg on interest rate swaps and the synthetic leg of CDS and futures.						
Source: Schroders, 31.12.2019. Fixed Income Analytics.						

Obligationen FW – Umsetzung sgpk – Schroder EUR Corporates Performance & Riskanalysis

Gross Performance & Risk Analysis				
since inception*	Return Strategy**	Return Benchmark***		Active Return Strategy
Return p.a. (Avg.)	5.63	3.51	Active Return p.a.	2.12
Volatility p.a.	3.02	2.54	Tracking Error p.a.	0.95
Sharpe Ratio	1.93	n/a	Information Ratio	2.22
Strategy Beta	1.13			
2019 (YTD until 30.09.2018)	Return Strategy**	Return Benchmark***		Active Return Strategy
Absolute Return YTD in %	9.81	6.24		3.57
Volatility p.a. in %	n/a	n/a		

Source: Schroders, 31.12.2019.

* Since inception: start date 31.08.2012 (Patrick Vogel became fund manager)

** I Acc share class, gross of TER.

*** Benchmark: Bank of America Merrill Lynch EMU Corporate Index

Obligationen FW – Fazit (1)

- Die Kategorie wird zur Hälfte mit einem passivem Staatsanleihenprodukt (globale Ausrichtung) umgesetzt, das eine defensive Ausrichtung (Fiscal strength) verfolgt und im Rückstand zur Benchmark ist.
- Die Unternehmensanleihen werden mit zwei aktiven und einer passiven Umsetzung verfolgt.
- **Aktiv vs. Passiv:** Theoretisch lohnt sich aktives Obligationen-Management, u.a. um Zins- und Bonitätsrisiken aktiv zu steuern. Obligationenmärkte bieten Ineffizienzen, die von aktiven Managern ausgenutzt werden können.
- Der Einsatz von aktiven Produkten in den beiden Teilmärkten Unternehmensanleihen US und EUR ermöglicht aktiven Manager Opportunitäten. Es ist nicht eindeutig ersichtlich, welchen Schwerpunkt die aktiven Umsetzungen verfolgen (eher aggressiv oder eher defensiv)? Bei der Beurteilung der Leistung der Manager ist zu berücksichtigen, dass seit vielen Jahren im Risk-on Umfeld das Eingehen von höheren Risiken sich ausgezahlt hat.
- **Intern vs. extern:** Eine Analyse der Vor- (Kosten, Ressourcen, operationelle Risiken) und Nachteile (Interessenskonflikte) ergibt deutliche Vorteile für externes Management.

Obligationen FW – Fazit (2)

- **Anlageleistung:** Die Kategorie Obligationen FW wird in Staatsanleihen und Unternehmensanleihen unterteilt. Dabei wird bei den Staatsanleihen eine defensive Ausrichtung gefahren, während bei den Unternehmensanleihen mit den aktiven Umsetzungen eher offensivere Ausrichtungen (z.B. mehr Kreditrisiko) verfolgt wird. Es ist unklar, ob die beiden Kategorien Staatsanleihen und Unternehmensanleihen zusammen mind. eine Anlageleistung von einem Globalen Aggregate Bondindex erreichen sollen.
- **Kosten:** Die TER der passiven Umsetzungen sind deutlich tiefer als die beiden aktiven Umsetzungen, wobei diese mit rund einer TER 0.2% für aktive Umsetzungen attraktiv bepreist sind.
- Um die Leistung der Obligationen FW insgesamt besser einschätzen zu können, würde sich ein Vergleich der Gesamtkategorie an Globalen Aggregate Bondmarkt (Investmentgrade) eignen. Dann könnte auch besser beurteilt werden, ob die Fokussierung auf USA und EUR im Unternehmensanleihenmarkt mit je 25% strategischer Quote bessere Ergebnisse liefert, also eine globale Ausrichtung, die auch Japan oder Emerging Markets beinhaltet.
- In einer Strategieanalyse könnte zudem geprüft werden, ob nicht eine Anlagekategorie HY Anleihen oder Emerging Markets Bonds definiert werden soll.

Obligationen FW – Empfehlungen

Unterteilung der Obligation FW Quote in Staatsanleihen und Unternehmensanleihen hinterfragen. Kostengünstige, passive Global Aggregate Lösungen als Core-Mandat prüfen. Mit dem aktuellen Fiscal Strength Ansatz besteht innerhalb der Obligationen FW Staatsanleihen eine passive Umsetzung mit defensiver Ausrichtung.

Beibehalten aktives Management für Satellitenlösungen kann sinnvoll sein. Hierbei aber Vorgabe definieren, welche Anlagestrategie die aktiven Manager verfolgen sollen, da die beiden sich ausschliesslich auf die Regionen US und EUR fokussieren.

Mit einem Globalen Core Bonds Ansatz, können sich als Satelliten aktive Globale HY Anleihen (oder wiederum EUR und US HY Anleihen) eignen.

Damit könnte die Kostenquote insgesamt mit einem grossen Core-Mandat gesenkt werden und mit den aktiven Umsetzungen Schwerpunkte gesetzt werden.

Begründung:

- *Strategie Obligationen FW klarer definieren*
Vorteile der Aufteilung Staatsanleihen und Unternehmensanleihen mit regionalem Fokus unklar.
Mit Core Satellite Ansatz können Kostenvorteile für Grossteil des Mandates (Core) verfolgt werden, während mit aktiven Managern Satellitenanlagen umgesetzt werden können (z.B. HY Anleihen, Emerging Market Bonds).
- *Externes Management beibehalten*
 - *Obligationen FW global kostengünstig mit passiven externem Management umsetzbar.*
 - *Obligationen FW umfasst grosses Universum, wofür interne Expertise nur schwer aufbaubar.*

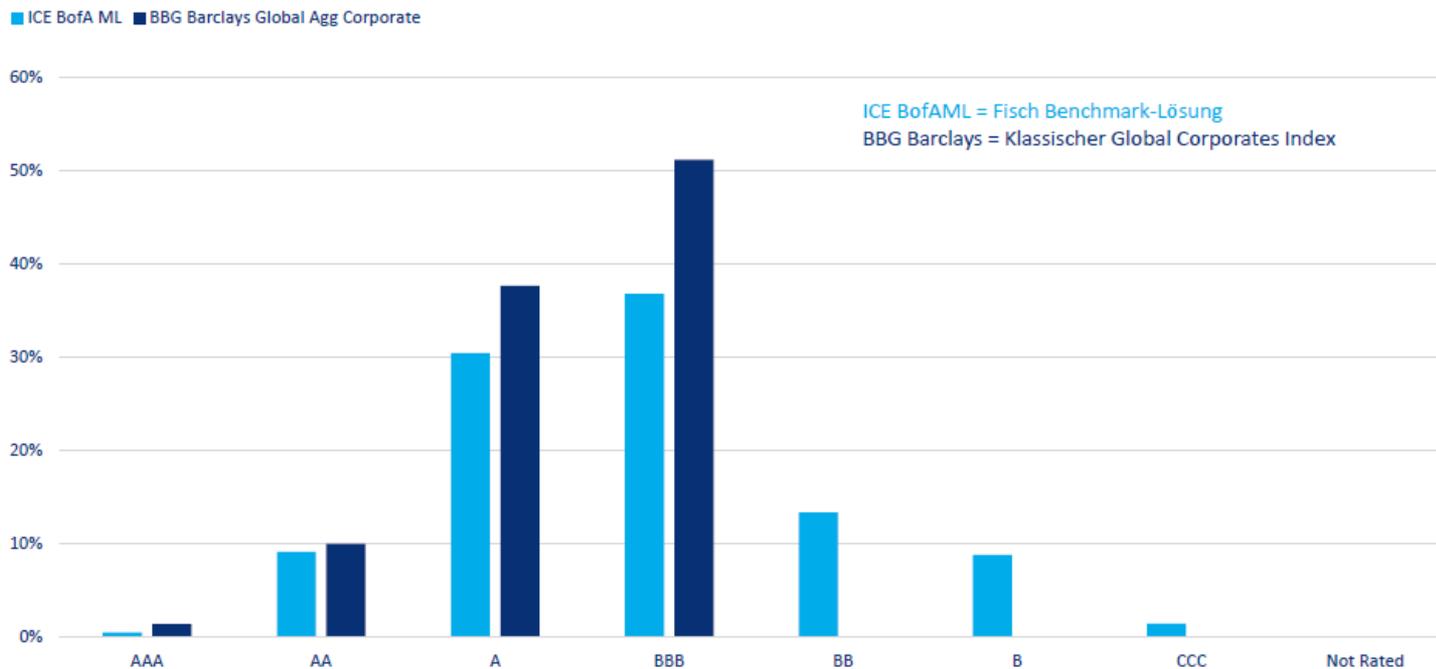
Anhang Obligationen FW – Performancevergleich der Subkategorien des U.S. Aggregate Index

Index	Averages						Total Returns (%)						
	Coupon (%)	Price (\$)	Yield to Worst (%)	Spread (bps)	Maturity (yrs.)	Duration (yrs.)	1-Mo.	3-Mo.	YTD	1Y	3Y	5Y	10Y
Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Index	3.22	100.6	3.21	45	8.2	5.9	-0.06	2.86	1.00	3.17	1.69	2.32	3.71
U.S. Treasury	2.40	99.7	2.63	-	7.6	6.1	-0.27	2.35	0.20	3.23	0.46	1.72	2.45
U.S. Agency	2.82	103.1	2.74	14	5.2	4.0	0.02	1.84	0.41	2.88	1.12	1.72	2.22
U.S. Mortgage Backed Securities	3.62	101.1	3.36	35	7.1	4.7	-0.09	2.53	0.70	3.58	1.38	2.28	3.10
U.S. Asset Backed Securities	2.72	100.0	2.91	37	2.3	2.1	0.28	1.55	0.76	3.12	1.62	1.71	4.08
U.S. Commercial Mortgage Backed Securities	3.42	100.7	3.28	68	6.0	5.3	0.41	3.10	1.46	4.02	2.19	2.46	8.36
U.S. Corp. Investment Grade	4.04	101.1	3.91	121	10.9	7.3	0.22	4.08	2.57	2.63	3.73	3.22	6.35
Bloomberg Barclays Municipal Bond Index	4.67	107.8	2.53	-	13.1	6.4	0.54	2.51	1.30	4.13	2.28	3.44	4.55
Bloomberg Barclays Taxable Municipal Bond	5.28	110.6	3.86	-	16.9	9.0	-0.07	2.97	0.68	3.74	3.32	4.97	6.75
ICE BofAML US Inflation-Linked Treasury Index	0.86	101.6	0.73	-	8.6	5.4	-0.06	1.95	1.38	1.85	1.71	1.60	3.91
ICE BofAML Preferred Index (Fixed Rate)	5.74	101.1	4.13	105	-	4.8	1.73	6.52	7.50	4.16	5.25	6.40	12.53
ICE BofAML US High Yield Index	6.35	97.3	6.57	392	5.8	3.8	1.69	4.03	6.36	4.26	9.91	4.54	11.49
S&P / LSTA Leveraged Loan Index	L+3.37	97.1	6.66	435	5.1	-	1.59	1.53	4.18	3.44	6.69	3.73	8.15
JPMorgan EM Bond Index (EMBI) Global Diversified	5.94	99.7	6.14	336	-	6.8	1.00	6.88	5.45	3.05	6.43	5.43	8.76
JPMorgan Corp. EM Bond Index (CEMBI) Broad Diversified	5.33	100.0	5.53	287	-	4.6	1.08	4.57	3.83	3.08	6.29	4.71	8.67
JPMorgan Govt. Bond Index-EM (GBI-EM) Global Diversified	6.22	-	6.25	-	-	5.1	-1.09	5.67	4.30	-5.38	6.77	0.06	5.10
Bloomberg Barclays Global Aggregate Ex-U.S. Index	2.14	109.5	0.87	44	9.4	7.9	-1.04	3.03	0.80	-3.45	2.08	-0.40	2.68
ICE BofAML U.K. Gilts Index	3.32	122.4	1.37	-	16.6	12.0	0.16	6.92	4.64	-0.94	0.95	0.31	4.44
ICE BofAML European Union Government Bond Index	2.74	115.3	0.84	60	10.8	8.6	-0.89	3.08	1.10	-4.14	2.00	-0.45	3.31

Source: Eaton Vance, March 2019

Anhang Obligationen FW – Vergleich Zusammensetzung Kreditqualität bei Benchmark von Unternehmensanleihen

Diversifikation auch über Kreditqualitäten



Quelle Bloomberg Barclays, ICE BofAML, März 2019

2. Anlageklassen im Fokus Teil 1

Aktien

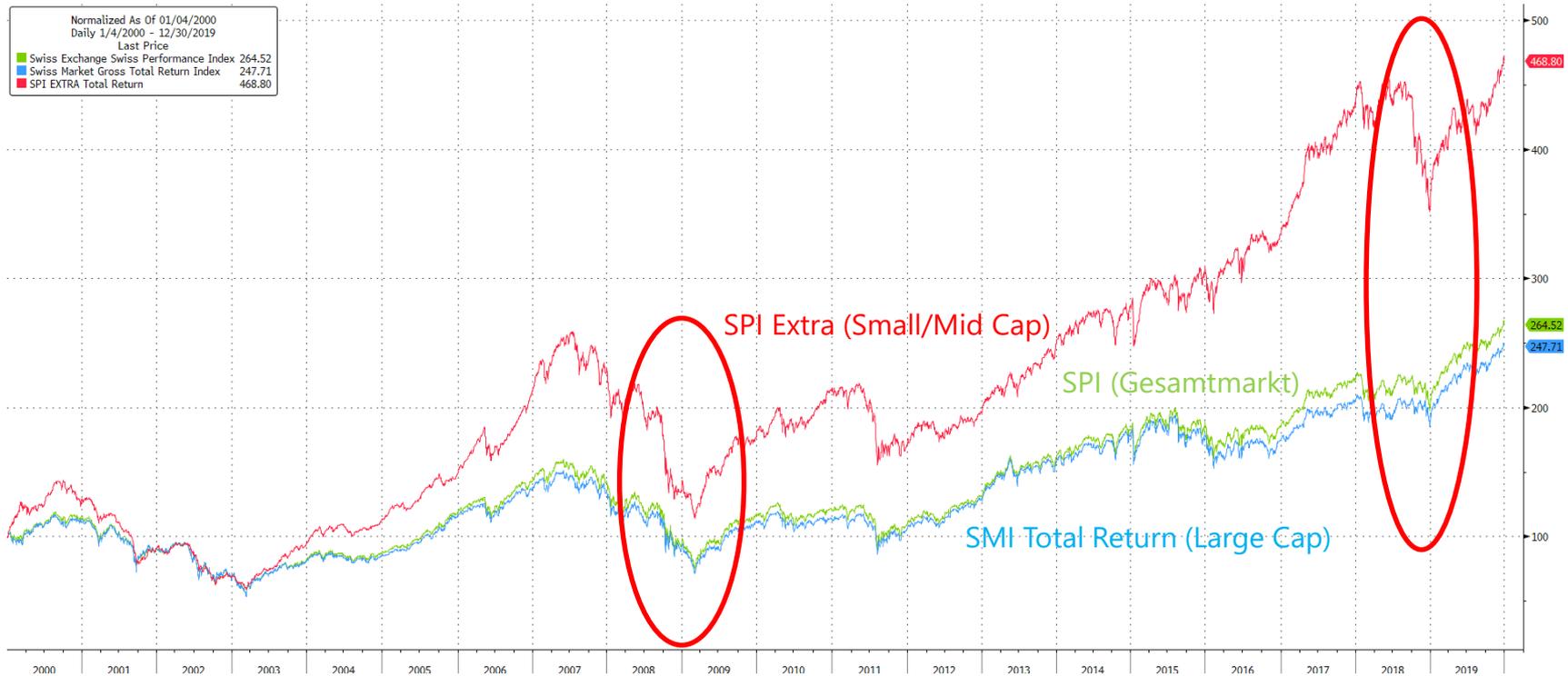
2. Anlageklassen im Fokus Teil 1

Aktien – Aktien Schweiz

Aktien Schweiz – Wichtigste Merkmale

- Aktien sind Wertpapiere, die einen **Anteil am Kapital einer in der Schweiz börsenkapitalisierten Aktiengesellschaft** verkörpern. Der Inhaber einer Aktie ist somit Teileigentümer der Unternehmung und hat das Recht auf eine Gewinnbeteiligung (**Dividende**) sowie ein Stimmrecht.
- Der Konjunkturverlauf ist für die Kursentwicklung entscheidend. Aktien reagieren auf allfällige **Zinserhöhungen oft negativ**, auf eine **positive Konjunktur** aber mehrheitlich mit **steigenden Kursen**.
- Die grössere Volatilität im Verhältnis zu anderen Anlageklassen bedeutet, dass die Aktien den **grössten Teil des Gesamt-Risikobudgets** beanspruchen.
- Genereller Risikotreiber: **Unternehmerisches Risiko, konjunkturelle Risiken**
- Aus regulatorischer Sicht kann gemäss **Art. 55 BVV2 50%** des Gesamtvermögens in Aktien investiert werden (mittels direkter oder kollektiver Anlagen oder derivativer Finanzinstrumente).
- Die Aktien Schweiz können durch die Subkategorie Aktien Schweiz Small & Mid Cap ergänzt werden
 - Diese Subkategorie kann zusätzliche Renditequellen und Diversifikationsmöglichkeiten bieten und ist teilweise anderen Risikofaktoren (z.B. abweichende Kapitalisierung und andere Sektorallokation) ausgesetzt.
- Bei Complementa gängige **Benchmarks**: SMI, SPI und SPI Extra (für Small & Mid Cap Anlagen)

Aktien Schweiz – Einsatz von Aktien Small & Mid Cap Anlagen



Quelle: Bloomberg / Auswertung in CHF

- Die Grafik zeigt deutlich, dass die Small Cap Aktien ein wesentlich **stärkeres Wachstum** über die letzten 20 Jahre aufwiesen, gleichzeitig aber auch durch **stärkeren Drawdowns** zurückgeworfen wurden
- Es ist festzuhalten, dass der Small & Mid Cap Index den Gesamtmarkt und Large Cap Index über die letzten drei Jahre (2016-2019) nicht übertreffen konnte
- Die Sektorenzusammensetzungen unterscheiden sich. Eine Veranschaulichung ist auf der nächsten Seite dargestellt.

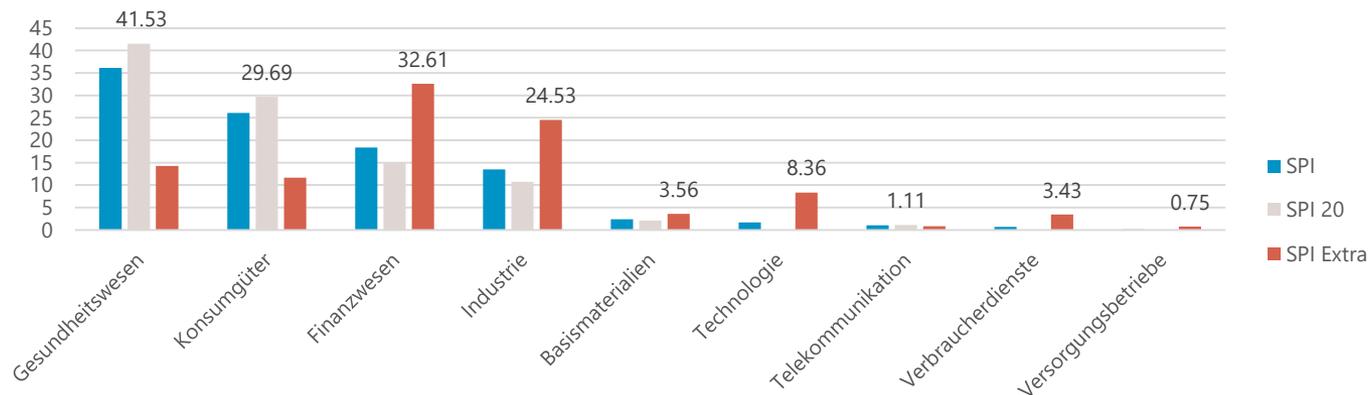
Aktien Schweiz – Unterschiedliche Sektorenallokationen

All Cap	
SPI	in %
Gesundheitswesen	36.11
Konsumgüter	26.11
Finanzwesen	18.39
Industrie	13.47
Basismaterialien	2.38
Technologie	1.66
Telekommunikation	1.05
Verbraucherdienste	0.68
Versorgungsbetriebe	0.15

Large Cap	
SPI 20	in %
Gesundheitswesen	41.53
Konsumgüter	29.69
Finanzwesen	14.87
Industrie	10.73
Basismaterialien	2.08
Telekommunikation	1.11

Mid & Small Cap	
SPI Extra	in %
Finanzwesen	32.61
Industrie	24.53
Gesundheitswesen	14.27
Konsumgüter	11.67
Technologie	8.36
Basismaterialien	3.56
Verbraucherdienste	3.43
Telekommunikation	0.82
Versorgungsbetriebe	0.75

Vergleich der Sektorallokation



Aktien Schweiz – Rolle im Portfoliokontext

Gründe für den Einbezug in ein diversifiziertes Portfolio

- **Renditetreiber:** Mit einer historischen Rendite von 7.6% p.a. über die Referenzperiode, bei entsprechend hohem Risiko, liefert die Anlageklasse Aktien Schweiz eine deutlich höhere Rendite als die traditionellen Anlagen Immobilien und Obligationen
- Langfristiger strategischer Renditebeitrag auf Gesamtportfolioebene
- Liquid Core-Anlageklasse
- Aktien Schweiz Small Cap können in diesem Kontext als Satelliten-Anlage eingesetzt werden

Aktien Schweiz – Chancen und Risiken

Chancen	Risiken
Langfristig hoher positiver Renditebeitrag zum Gesamtergebnis	Höhere Volatilität und Drawdowns im Vergleich zu Anlagekategorien wie Immobilien, Obligationen, ...
Fähigkeiten des Managers als Quelle einer möglichen überdurchschnittlichen Rendite bei aktiven Umsetzungen	Selektionsrisiken (nach Anlagestil, Branchen, Themen etc.)
Exposure zu schweizerischen, börsenkotierten Aktiengesellschaften	Konzentrationsrisiken (Index, Anzahl Titel)
Liquide Anlagen	Unterliegt täglichen Kursschwankungen/Bewertungen

Aktien Schweiz – Risikodimensionen / Überblick

Grundsätzliche Risikoprämien und Risikofaktoren

- Grundsätzlicher intrinsischer Risikotreiber ist das **Unternehmerische Risiko**
- Das Unternehmerische Risiko lässt sich in **zwei Risikoarten** unterteilen:

Unternehmerisches Risiko	
Systematisches Risiko (Marktrisiko)	Unsystematisches Risiko
Ergibt sich aus <ul style="list-style-type: none"> • Veränderungen der makroökonomischen Lage (Zinsniveau, Konjunktur) • Politische Risiken • Aber auch... Naturkatastrophen, Kriege, demografische Entwicklungen etc. 	Ergibt sich aus: <ul style="list-style-type: none"> • Fehlentscheidungen des Managements wie beispielsweise falsche Produktpolitik oder schlechtes Management • Intrinsisches Risiko, wovon andere Marktteilnehmer nicht betroffen sind

- Dem systematischen Risiko unterliegen alle Marktteilnehmer gleichermassen. Es lässt sich nicht diversifizieren. Das Marktrisiko wird mit dem Beta-Faktor gemessen. Aktien resp. Portfolios mit einem Beta kleiner als 1 verlieren (gewinnen) in einer Baisse (Hausse) weniger als der Markt.
- Das unsystematische Risiko einer Aktien lässt sich durch Portfoliokonstruktion diversifizieren. Eine angemessene Diversifikation kann mit 30 oder mehr Titeln erreicht werden, wobei der Portfoliokonstruktion die Vorteile der Diversifikation gegen die zusätzlichen Kosten (z.B. höhere Zahl an kleineren Transaktionen) abgewogen werden müssen.

Aktien Schweiz – Aktiv versus passiv (1)

- Einsatz von **aktiv und passiv** verwalteten Vermögen möglich, Tendenz ging in den letzten Jahren in Richtung von passiven Lösungen.

Tabelle: Die Bilanz aktiv verwalteten Fonds im Kategorie-Vergleich

Morningstar Kategorie	Erfolg 1Jahr	Erfolg 3Jahre	Erfolg 5Jahre	Erfolg 10Jahre	Erfolg 15Jahre
Asia ex Japan Equity	49%	29%	34%	28%	n.v.
Europe Large-Cap Blend Equity	27%	19%	20%	15%	13%
Eurozone Large-Cap Equity	19%	16%	20%	22%	18%
Germany Large-Cap Equity	44%	46%	45%	32%	25%
Global Emerging Markets Equity	56%	35%	31%	28%	24%
Global Large-Cap Blend Equity	19%	11%	8%	5%	6%
Japan Large-Cap Equity	34%	29%	26%	16%	8%
Switzerland Large-Cap Equity	33%	28%	42%	22%	24%
UK Large-Cap Equity	60%	38%	31%	39%	28%
US Large-Cap Blend Equity	25%	12%	7%	3%	4%
Durchschnitt Aktien	37%	26%	26%	21%	17%
CHF Bond	50%	35%	27%	22%	6%
EUR Corporate Bond	60%	52%	46%	36%	18%
EUR Diversified Bond	30%	15%	13%	12%	11%
Global Bond	43%	27%	25%	29%	24%
Global Emerging Markets Bond	46%	30%	30%	n.v.	n.v.
Durchschnitt Bonds	46%	32%	28%	25%	15%

Erfolg entspricht Success Rate, also überlebende Outperformer-Fonds, Daten per 31.12.2019, Quelle: Morningstar Direct

Quelle: Morningstar Fund Analysis – Auf der Suche nach der Zauberformel für erfolgreiches Investieren – 24.01.2020

- Im Segment der Swiss Large Cap Aktien konnten nur zwischen einem Drittel und einem Fünftel der Fonds die jeweils hinterlegte Benchmark schlagen.
- Das Schweizer Large Cap Universum ist von begrenztem Umfang (z.B. SMI mit 20 Titeln, SMIM mit 30 Titeln)
- Im Small und Mid Cap Bereich gibt es mehr Opportunitäten für aktive Fonds (rund 195 Titel)

Aktien Schweiz – Aktiv versus passiv (2)

Bei Aktien Schweiz empfiehlt sich nach Ansicht Complementa ein **Core-Satellite Ansatz**:

- Im **Large Cap Segment** bzw. für den Gesamtmarkt (SMI, SPI) ist ein **passiver Ansatz** zielführend
- Die Allokation kann durch Anlagen im **Small und Mid Cap Segment ergänzt** werden (SPI Extra), in diesem Segment **kann eine aktive Umsetzung Mehrwert generieren**
- Zusammenfassend bedeutet dies, dass der Grossteil des Portfolios im Segment Gesamtmarkt (SPI) kostengünstig passiv umgesetzt wird und als Ergänzung ein aktiver Manager im Small und Mid Cap Segment (SPI Extra) eingesetzt werden könnte

Aktien Schweiz – Interne versus externe Bewirtschaftung

Kriterium	Beurteilung	Vorteile für ...
Kosten	Hohes Anlagevolumen (sgpk: rund CHF 1.3 Mia.) gegeben, passive Bewirtschaftung aus Sicht Complementa vorteilhaft und mit 4 Bps kostengünstig	Externes Management
Möglichkeiten zur Individualisierung	Für sgpk ist Securities Lending nicht zulässig, dies kann sowohl mit einer internen als auch mit einer externen Lösung berücksichtigt werden	Beide gleichwertig
Expertise	Track Record spricht für für den Einleger-Fonds.	Externes Management
Risikomanagement / Compliance / Governance	Potenzielle Schwäche bei internem Management kann durch Organisation mit Einlegerfonds sowie damit verbundene Delegation bspw. des Risikomanagements an unabhängige Fondsleitung (Credit Suisse) mitigiert werden	Beide gleichwertig
Exklusiver Zugang zu Transaktionen	Im Zusammenhang mit liquiden Anlagen von untergeordneter Bedeutung	Beide gleichwertig
Interessenkonflikte	Potenzielle Interessenkonflikte scheinen bei externem Management höher (Vermögensverwaltungsgebühren, Transaktionsgebühren etc.)	Internes Management
Portfoliomanagementressourcen / Infrastruktur	Team ggf. klein, Nachteil mitigiert durch hochliquiden Charakter der Anlagen, Team bei externen Verwaltern tendenziell grösser	Externes Management
Operationelle Risiken	Müssen, sofern nicht in Verantwortung der Fondsleitung, von sgpk getragen werden, können aber durch geeignete organisatorische Massnahmen minimiert werden	Externes Management
Fazit: Detaillierte Analyse Vor- und Nachteile ergibt bei gegebenem Anlagevolumen und passivem Verwaltungsstil deutliche Vorteile für externes Management, d.h. Beibehaltung des Status Quo		

Aktien Schweiz – Umsetzung sgpk / Grundlagen

- Die Umsetzung in den Aktien Schweiz erfolgt durch nachfolgend Umsetzung:

Kategorie	Volumen in		
	Mio. CHF	Bewirtschaftung	Umsetzungsart
Aktien Schweiz			
Gallus Aktien Schweiz	1'254.1	extern	passiv

- Die **Bewirtschaftung** erfolgt bei beiden Umsetzungen **extern**.
- Rechtsform: Beide Umsetzungen via **Einanlegerfonds** Gallus Institutional Funds – Umbrella-Fonds schweizerischen Rechts der Art «Übrige Fonds für traditionelle Anlagen» für qualifizierte Anleger
- Die Umsetzung erfolgen mit einer **passiver Bewirtschaftung** und bildet den **SPI Index** ab.

Aktien Schweiz – Rendite Gesamtsegment

Risiko-Rendite-Analyse - seit Mandatsbeginn, annualisiert | 31.12.2019

PORTFOLIO (PF)	MARKTWERT 31.12.19 CHFm	PERFORMANCE		VOLATILITÄT		SHARPE RATIO		TE %	IR	ALPHA %	BETA
		PF	BM	PF	BM	PF	BM				
		%	%	%	%						
Aktien Schweiz	1'254.1	8.54	7.67	12.0	12.4	0.7	0.6	1.3	0.6	1.1	1.0
Overlay Aktien Schweiz Gallus Aktien Schweiz	1'254.1	6.84	6.24	12.4	12.6	0.5	0.5	1.0	0.6	0.6	1.0

Risikokennzahlen seit Beginn | 31.12.2019

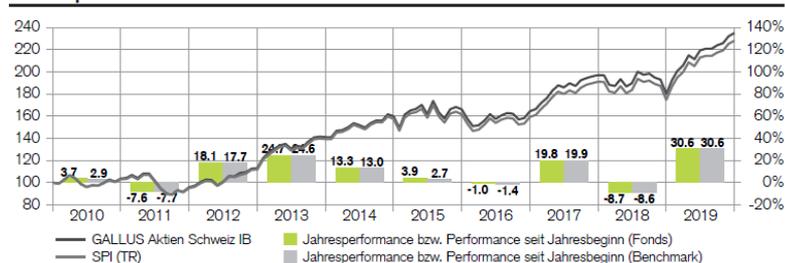
PORTFOLIO (PF)	MARKTWERT 31.12.19 CHFm	PERFORMANCE									VOLATILITÄT					TRACKING ERROR					INFORMATION RATIO				
		-4.0	-2.0	0.0	2.0	4.0	6.0	8.0	10.0	0.0	5.0	10.0	15.0	20.0	0.0	2.0	4.0	6.0	8.0	-1.0	0.0	1.0	2.0	3.0	
		8.5 7.7									12.0 12.4					1.3					0.6				
Aktien Schweiz	1'254.1																								

Quelle: Pictet STAR – Strategic Asset Reporting für die St. Galler Pensionskasse (sgpk) per 31.12.2019

- **Rendite:** Seit Mandatsbeginn resultiert annualisiert eine Rendite auf dem Gesamtsegment von +8.5% und damit eine **annualisierte Outperformance von +0.8%-Punkten**.
- **Risiko:** Seit Mandatsbeginn sowohl im **Gesamtsegment** als auch im Gallus **Aktien Schweiz** mit der Benchmark **entsprechendem Risiko** (Volatilität).
- **Effizienz** (Rendite-/Risikoverhältnis): Auf **absoluter Ebene** (Sharpe Ratio) mit gegenüber der Benchmark vergleichbarer Effizienz. Auf **relativer Ebene** (Information Ratio) auf Stufe der Teilfonds mit gutem Ergebnis, auf Stufe Gesamtsegment ebenfalls positiv aber weniger deutlich. **Alpha auf allen Ebenen neutral**.

Aktien Schweiz – Umsetzung sgpk – Gallus Aktien Schweiz

Netto-Performance in CHF (zurückgesetzt auf Basis 100) und Jahresperformance ¹⁾

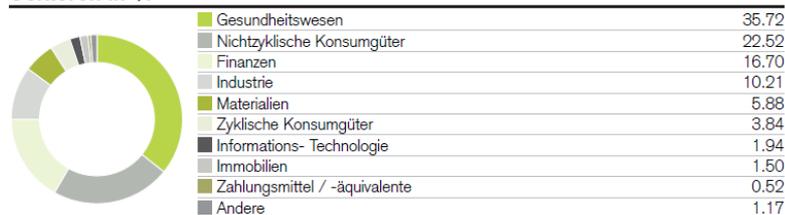


Netto-Performance in CHF ¹⁾

	1 Monat	3 Monate	6 Monate	YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	3 Jahre	5 Jahre	ITD*
								% p.a.	% p.a.	
Fonds	1.27	4.94	7.18	30.59	30.59	42.91	46.99	12.64	8.00	126.46
Benchmark	1.27	4.94	7.18	30.59	30.59	43.18	44.94	12.71	7.70	114.96

*seit Auflegung

Sektoren in %



Fondsstatistik

	seit Auflegung
Annualisierte Volatilität in %	12.52
Information Ratio	0.43
Tracking Error (Ex post)	1.08
Beta	0.99

Top-10-Positionen in %

Nestle SA	20.44
Novartis AG	14.40
Roche Holding AG	14.37
Zurich Insurance Group	3.86
UBS Group AG	2.89
ABB	2.77
Cie Financiere Richemont	2.59
Swiss Re	2.08
CS Group	2.07
Lafargeholcim Ltd	1.77
Total	67.24

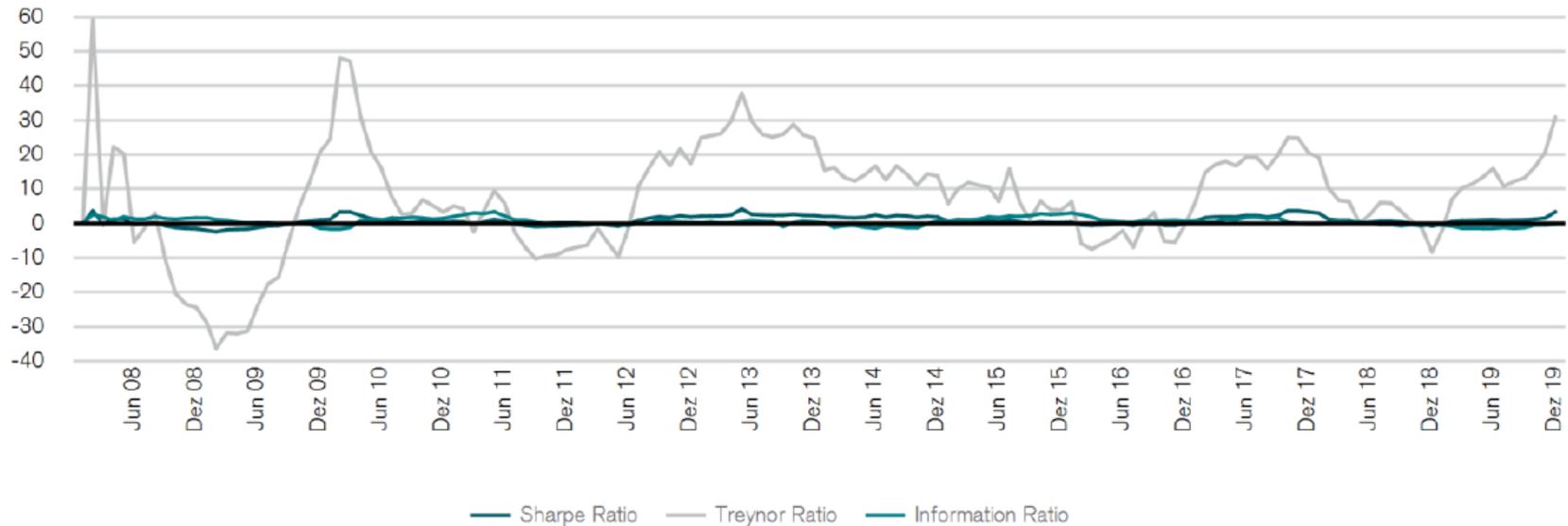
- Bewirtschaftung: Credit Suisse AM (Schweiz) AG
- Indexierter Ansatz
- Benchmark: SPI Total Return
- Auflagedatum: 23.01.2008
- Seit Auflage 23.01.2008 auf Nettobasis kumulierter Vorsprung von +11.5% gegenüber Benchmark.
- Erhöhte Konzentration in Sektoren **Gesundheitswesen, nichtzyklische Konsumgüter und Finanzen.**
- Dementsprechend sind Nestle, Novartis und Roche die grössten Positionen.
- Seit Auflage mit einer annualisierten Volatilität von 12.5%. Der Tracking Error liegt bei 1.08 und die Information Ratio bei 0.43. Das Beta beträgt 0.99.

⇒ **Ausgezeichnete relative Anlageergebnisse**

Quelle: Factset Gallus Aktien Schweiz per 31.12.2019

Aktien Schweiz – Rendite Gallus IF Aktien Schweiz – Effizienz im Zeitablauf

Sharpe, Treynor und Information Ratio (12 Monate rollend)



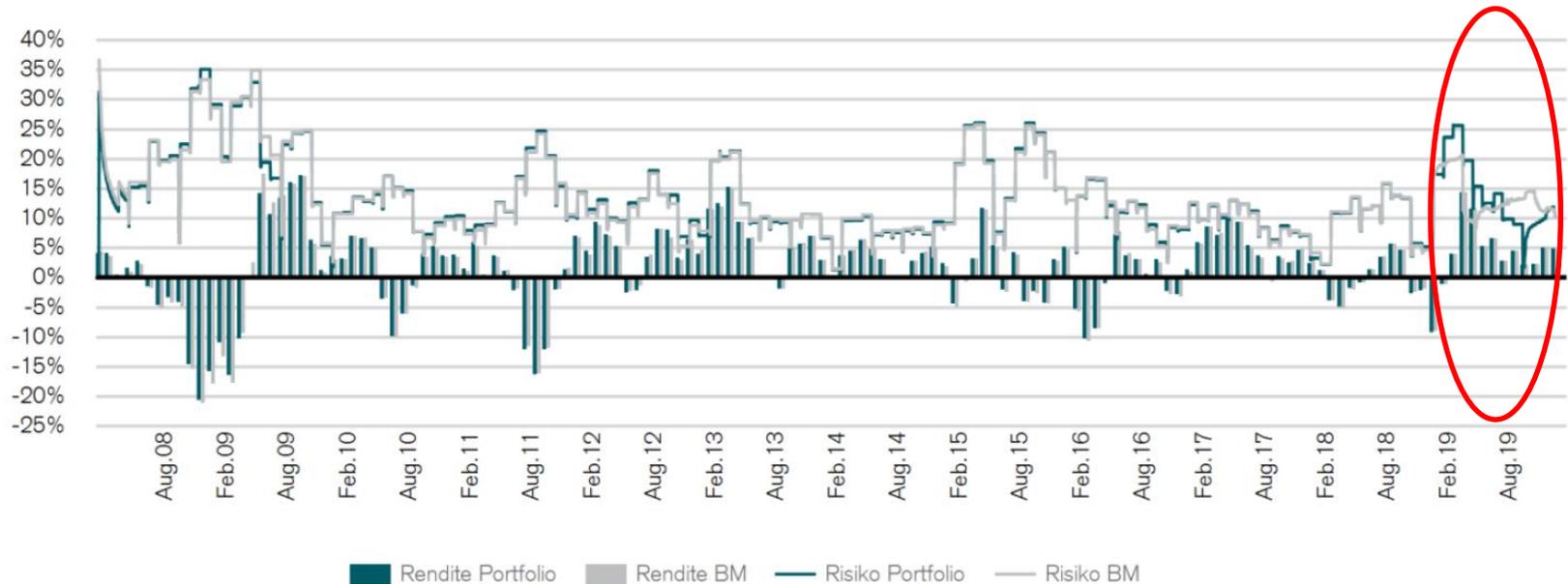
Quelle: Credit Suisse – Investment Report Gallus IF Aktien Schweiz per 31.12.2019

Effizienz (Rendite pro Risikoeinheit):

- **Absolute** (Sharpe Ratio) **risikoadjustierte Rendite** über Analysezeitraum positiv oder neutral (Ausnahme 2008/2009)
- **Relative** (Information Ratio) **risikoadjustierten Rendite** tendenziell positiv, nur über kürzere Perioden teilweise leicht negativ

Aktien Schweiz – Gallus IF Aktien Schweiz – Risiko im Zeitablauf

Rendite und Risiko (3M rollend)



Quelle: Credit Suisse – Investment Report Gallus IF Obligationen CHF Mid Term per 31.12.2019

Risiko:

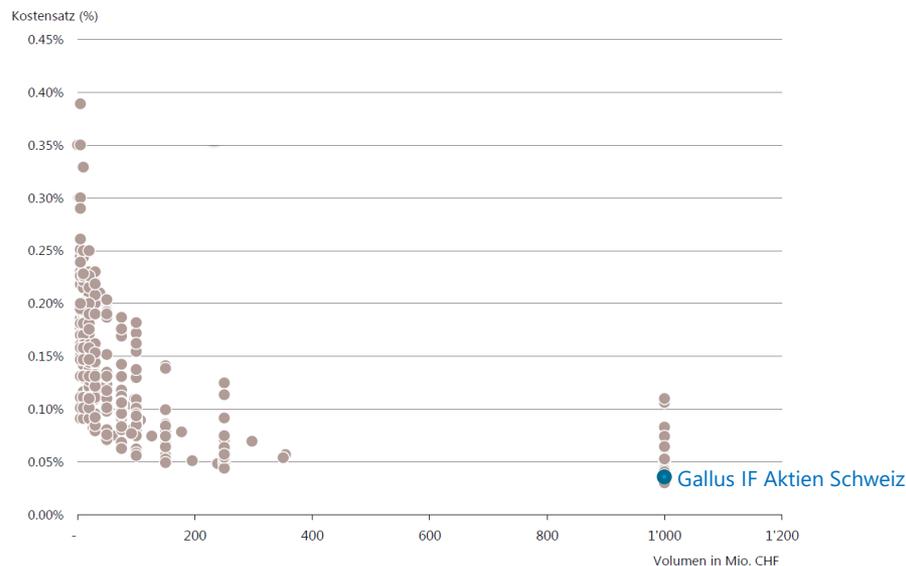
Obenstehende Abbildung zeigt, dass sich die Umsetzung in Bezug auf Risiko und Drawdowns der Benchmark entsprechend verhält. 2019 gab es einige Abweichungen beim gemessenen Risiko der Umsetzung und der Benchmark, wobei sich dies auf Ende Jahr gesamthaft ausglich.

Aktien Schweiz – Umsetzung sgpk – Gebühren

- Die aktuellen **Umsetzungen der sgpk** in den Aktien Schweiz erfolgen **passiv**.
- Die passive Umsetzung weist eine **Total Expense Ratio (TER) von 0.04%** aus.
- Gemäss CIC Gebührenerhebung 2018 liegen die Kosten von Umsetzungen in den Aktien Schweiz mit **Volumina zwischen CHF 250 Mio. bis CHF 1'000 Mio. bei 0.03% - 0.11% (Median 0.05%)**.
- Damit präsentiert sich die aktuelle passive Umsetzung in den Aktien Schweiz im unteren Bereich und kann als **vergleichsweise kostengünstig** betrachtet werden. Mit einem **effektiven Volumen von rund CHF 1.3 Mia.** wäre jedoch für einen hinsichtlich der Volumina adäquateren Vergleich die **Einholung von Offerten** notwendig.
- Vergleich mit Kosten aktiver Umsetzungen:

Aktien Schweiz passiv (Fondsmandate)

Universum ohne Volumeneinschränkung



Aktien Schweiz – Fazit

- **Aktiv vs. Passiv:** Die Umsetzung des Marktes (SPI Index) in passiver Form erscheint zweckmässig. Dies auch vor dem Hintergrund, dass nur eine sehr tiefe Zahl der aktiven Manager im Schweizer **Large Cap Segment** ihre Benchmark schlagen konnte (insbesondere im mehrjährigen Vergleich). Im Sinne eines **Core-Satellite Ansatzes** könnte auch eine **Ergänzung mit einem aktiven Manager** im Segment der **Small und Mid Caps** zusätzlichen Mehrwert generieren, ist jedoch teilweise anderen Risikofaktoren (z.B. abweichende Kapitalisierung und andere Sektorallokation) ausgesetzt.
- **Intern vs. extern:** Eine Analyse der Vor- (Kosten, Expertise, Ressourcen, operationelle Risiken) und Nachteile (Vermeidung von Interessenskonflikten) ergibt bei gegebenem Anlagevolumen und Anlagestil **Vorteile für externes Management**.
- **Anlageleistung:** Die passive Umsetzung erzielte ein benchmarkkonformes Resultat.
- **Kosten:** Die Anlagelösung ist mit 4 Bps relativ günstig. Es ist darauf hinzuweisen, dass im Gebührenvergleich Anlagevolumina von CHF 250 – 1'000 Mio. verwendet wurden. Mit einem effektiven Volumen von rund CHF 1.3 Mia. wäre jedoch für einen hinsichtlich der Volumina adäquateren Vergleich die Einholung von Offerten notwendig.

Aktien Schweiz – Empfehlung

Empfehlung:

Beibehalten passives (Core) und externes Management

Ergänzung von aktivem Satelliten im Segment Aktien Small & Mid Caps prüfen

Begründung:

- *Passives Management (Core)*

SMI/SPI können als effiziente Marktsegmente gesehen werden, wo eine konsistente Outperformance (durch aktives Management) sehr schwierig ist. Eine passive Indexierung (full Replication) ist einfach und zu tiefe Kosten möglich

- *Aktives Management (Satellite)*

Im Subsegment Aktien Small & Mid Caps kann eine aktive Umsetzung Mehrwert generieren, eine sorgfältige Managerselektion ist zentral

- *Externes Management*

- *Verwaltung erfolgte bis dato basierend auf Effizienz Kennzahlen erfolgreich*
- *mittels organisatorischer Ausgestaltung sind mit unabhängigem Fondsmanager (CS) Checks and Balances adäquat etabliert*
- *Die Kosten sind tief gehalten*

2. Anlageklassen im Fokus Teil 1

Aktien – Aktien Welt

Aktien Welt – Wichtigste Merkmale

- Aktien sind Wertpapiere, die einen **Anteil am Kapital einer börsenkapitalisierten Aktiengesellschaft** verkörpern. Der Inhaber einer Aktie ist somit Teileigentümer der Unternehmung und hat das Recht auf eine Gewinnbeteiligung (**Dividende**) sowie ein Stimmrecht.
- Der Konjunkturverlauf ist für die Kursentwicklung entscheidend. Aktien reagieren auf allfällige **Zinserhöhungen oft negativ**, auf eine **positive Konjunktur** aber mehrheitlich mit **steigenden Kursen**.
- Die grössere Volatilität im Verhältnis zu anderen Anlageklassen bedeutet, dass die Aktien den **grössten Teil des Gesamt-Risikobudgets** beanspruchen.
- Genereller Risikotreiber: **Unternehmerisches Risiko, konjunkturelle Risiken**
- Aus regulatorischer Sicht kann gemäss **Art. 55 BVV2 50%** des Gesamtvermögens in Aktien investiert werden (mittels direkter oder kollektiver Anlagen oder derivativer Finanzinstrumente).
- Bei Complementa gängige **Benchmarks**: MSCI World ex Switzerland (nr), MSCI World (nr), MSCI World ex Switzerland hedged in CHF (nr), MSCI ACWI (nr)
- Die Kategorien Aktien Welt Small Cap (Kleinkapitalisierte Unternehmen) und Aktien Emerging Markets (Unternehmen in den Schwellenländern) können sowohl als eigenständige Kategorien als auch als Subsegmente der Aktien Welt eingesetzt werden
 - Diese Kategorien können zusätzliche Renditequellen und Diversifikationsmöglichkeiten bieten und sind teilweise anderen Risikofaktoren (z.B. abweichende Kapitalisierung und andere Sektorallokation) ausgesetzt
 - Das Benchmarking kann beispielsweise anhand des MSCI World Small Cap (nr) und des MSCI Emerging Markets erfolgen

Aktien Welt – Wichtigste Merkmale – Aktien Welt Small Cap



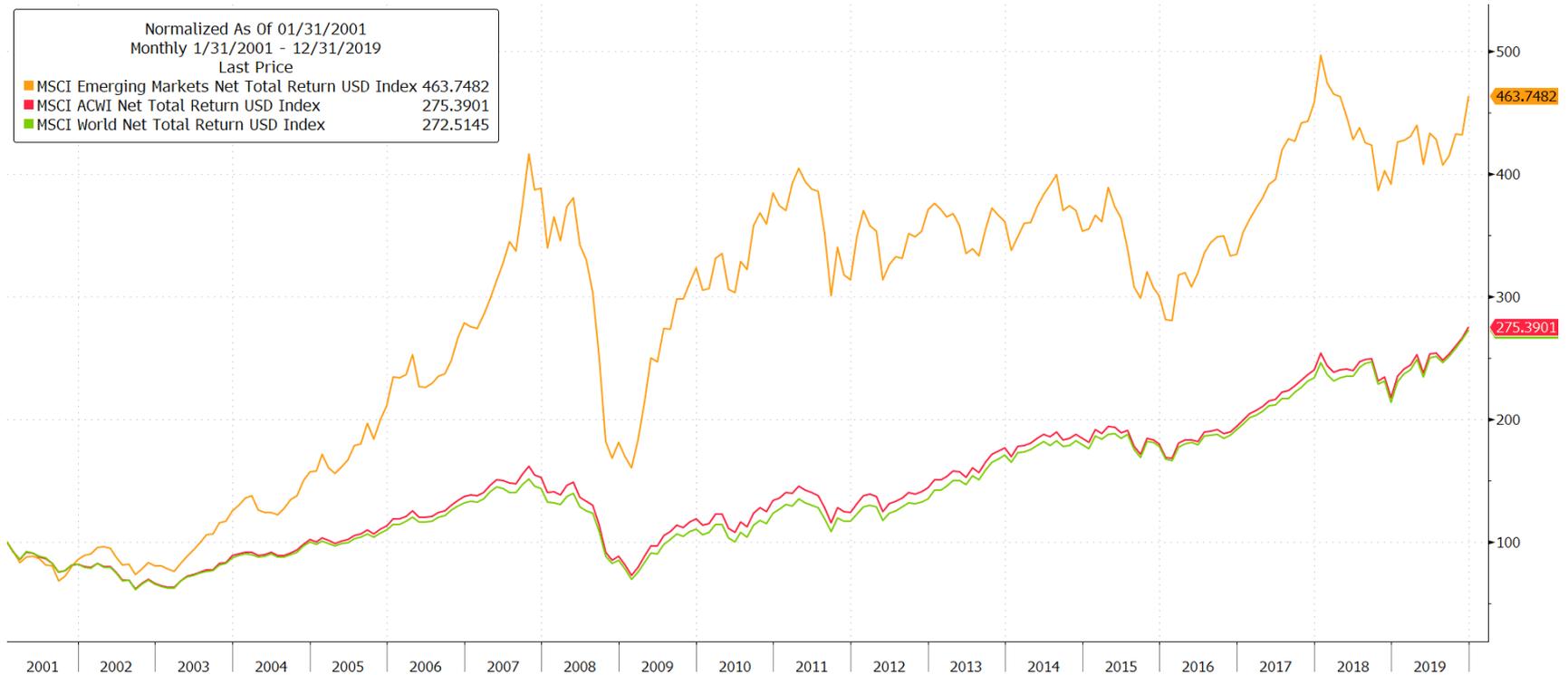
Quelle: Bloomberg - Auswertung in USD; MSCI - Allokation per 31.01.2020

- Die Grafik zeigt deutlich, dass die Small Cap Aktien ein wesentlich **stärkeres Wachstum** über die letzten 20 Jahre aufwiesen, gleichzeitig aber auch durch **stärkeren Drawdowns** zurückgeworfen wurden
- Es gilt hierbei festzuhalten, dass die Small Cap Aktien wegen dem starke Kurswachstum von Technologiefirmen (v.a. FANMAG) den Large Cap Index **über die letzten fünf Jahre** nicht übertreffen konnten (insbesondere seit 2017)
- Anleger sollten sich auch bewusst sein, dass eine Anlage in den Small Cap Index neben dem Small Cap Faktor auch eine **abweichende Sektorallokation** zur Folge hat (zusätzlich auch Abweichungen bei der **Länderallokation**)

Aktien Emerging Markets – Wichtigste Merkmale

- Regionales Subsegment der Anlageklasse Aktien. Emerging Markets Aktien machen rund **11.8%** des MSCI ACWI Index aus
- Keine allgemein gültige Definition: Unterschiedliche Methoden der OECD, Weltbank und es IMF
- Die Emerging Markets bieten zusätzliche **Diversifikationseffekte** durch Satelliten-Anlageklasse
- Nachteile sind jedoch teilweise hohe Konzentration der Regionen und Industrien, sowie Wechselkursrisiken
- Da die Länder sehr heterogen sind ist grundsätzlich eine **aktive** Umsetzung zu empfehlen.
- Bei Complementa gängige **Benchmarks**: MSCI Emerging Markets (mehr als 1400 Titel)

Aktien Emerging Markets – Langfristige Performance (2001 bis 2019)



- Gute Performance über die letzten 20 Jahre
- Jedoch deutlich höhere Volatilität im Vergleich zu MSCI ACWI und World

Aktien Emerging Markets – Historische Betrachtung über mehrere Zeiträume

	MSCI EM	MSCI ACWI	MSCI World
3Y Return p.a.	7.9%	11.0%	11.5%
3Y Sharpe Ratio¹	0.47	0.82	0.86
10Y Return p.a.	3.8%	9.2%	9.9%
10Y Sharpe Ratio¹	0.26	0.68	0.74
20Y Return p.a.	8.8%	5.5%	5.5%
20Y Sharpe Ratio¹	0.43	0.32	0.32

- Gutes Risiko-Rendite Profil für die letzten 20 Jahren
- Infolge der höheren Volatilität der Aktien Emerging Markets ist das Rendite/Risiko-Verhalten je nach Wahl der Periode stark unterschiedlich.
- Bei Anlagen in Aktien Emerging Markets bestehen potentiell höhere politische Risiken.

Quelle: MSCI; 31.01.2020

Anmerkung: Basiert auf monatlichen Nettorenditen und ICE 1M Libor

Aktien Welt – Rolle im Portfoliokontext

Gründe für den Einbezug in ein diversifiziertes Portfolio

- **Renditetreiber:** Mit einer historischen Rendite von 5.4% p.a. über die Referenzperiode, bei entsprechend hohem Risiko, liefert die Anlageklasse Aktien Welt eine höhere Rendite als die traditionellen Anlagen Immobilien und Obligationen
- Langfristiger strategischer Renditebeitrag auf Gesamtportfolioebene
- Liquide Core-Anlageklasse

- Die Aktien Emerging Markets können als Subkategorie eine weitere Ergänzung bieten (Satelliten)
- Die Aktien Welt Small Cap können als Subkategorie eine weitere Ergänzung bieten (Satelliten)

Aktien Welt – Chancen und Risiken

Chancen	Risiken
Langfristig hoher positiver Renditebeitrag zum Gesamtergebnis	Höhere Volatilität und Drawdowns im Vergleich zu Anlagekategorien wie Immobilien, Obligationen, ...
Fähigkeiten des Managers als Quelle einer möglichen überdurchschnittlichen Rendite bei aktiven Umsetzungen	Selektionsrisiken
Exposure zu globalen Aktiengesellschaften in entwickelten Märkten	Konzentrationsrisiken (Index-Schergewichte, Sektoren)
Liquide Anlagen	Unterliegt täglichen Kursschwankungen/Bewertungen

Aktien Emerging Markets – Chancen und Risiken

Chancen	Risiken
Langfristig hoher positiver Renditebeitrag zum Gesamtergebnis	Höhere Volatilität, Drawdowns und Wechselkursrisiken im Vergleich zu Anlagekategorien wie Immobilien, Obligationen
Exposure zu Emerging Markets Aktiengesellschaften (Zusätzliche Quellen von Diversifikation)	Konzentrationsrisiken innerhalb (China, Financials und IT) Politische und rechtliche Risiken
Partizipation an Wachstumsperspektiven (z.B. aufgrund Digitalisierung)	Die Anlageklasse ist stark durch « Investment-Flows » getrieben (Risk-Off/Risk-On) . Risiken von Kapitalverkehrskontrollen
Fähigkeiten des Managers als Quelle einer möglichen überdurchschnittlichen Rendite bei aktiven Umsetzungen	Managersselektionsrisiken
	Höhere Wahrscheinlichkeit für Illiquidität in Stressphasen

Aktien Welt Small- & Midcaps – Chancen und Risiken

Chancen	Risiken
Langfristig hoher positiver Renditebeitrag	Höhere Volatilität und Drawdowns im Vergleich zu Anlagekategorien wie Immobilien, Obligationen, ...
Fähigkeiten des Managers als Quelle einer möglichen überdurchschnittlichen Rendite bei aktiven Umsetzungen (v.a. Ausnutzen von Ineffizienzen wie Markt- resp. Preis/ Liquidität)	Selektionsrisiken
Exposure zu einem grossen Universum globaler Aktiengesellschaften mit tiefer Börsenkapitalisierung in entwickelten Märkten und Diversifikation (Regional und auf Titelebene) zu Large Caps.	Konzentrationsrisiken v.a. auf US-Unternehmen; Konkursrisiken
Kleinere Unternehmen, Nischenanbieter, oft mit hoher Spezialisierung und Produkt bzw. Servicequalität, Innovationsfähigkeit , Engagement der Firmeneigentümer und höhere Flexibilität	Unterliegt täglichen Kursschwankungen/Bewertungen. Höhere Wahrscheinlichkeit für Illiquidität in Stressphasen , da tiefere Handelsvolumen Reagiert i.d.R. stärker auf Konjunkturschwankungen

Aktien Welt/Emerging Markets – Aktiv versus passiv (1)

- Einsatz von **aktiv und passiv** verwalteten Vermögen möglich, Tendenz ging in den letzten Jahren in Richtung von passiven Lösungen.

Tabelle: Die Bilanz aktiv verwalteten Fonds im Kategorie-Vergleich

Morningstar Kategorie	Erfolg 1Jahr	Erfolg 3Jahre	Erfolg 5Jahre	Erfolg 10Jahre	Erfolg 15Jahre
Asia ex Japan Equity	49%	29%	34%	28%	n.v.
Europe Large-Cap Blend Equity	27%	19%	20%	15%	13%
Eurozone Large-Cap Equity	19%	16%	20%	22%	18%
Germany Large-Cap Equity	44%	46%	45%	32%	25%
Global Emerging Markets Equity	56%	35%	31%	28%	24%
Global Large-Cap Blend Equity	19%	11%	8%	5%	6%
Japan Large-Cap Equity	34%	29%	26%	16%	8%
Switzerland Large-Cap Equity	33%	28%	42%	22%	24%
UK Large-Cap Equity	60%	38%	31%	39%	28%
US Large-Cap Blend Equity	25%	12%	7%	3%	4%
Durchschnitt Aktien	37%	26%	26%	21%	17%
CHF Bond	50%	35%	27%	22%	6%
EUR Corporate Bond	60%	52%	46%	36%	18%
EUR Diversified Bond	30%	15%	13%	12%	11%
Global Bond	43%	27%	25%	29%	24%
Global Emerging Markets Bond	46%	30%	30%	n.v.	n.v.
Durchschnitt Bonds	46%	32%	28%	25%	15%

Erfolg entspricht Success Rate, also überlebende Outperformer-Fonds, Daten per 31.12.2019, Quelle: Morningstar Direct

Quelle: Morningstar Fund Analysis – Auf der Suche nach der Zauberformel für erfolgreiches Investieren – 24.01.2020

- Im Segment der Global Large Cap Blend Aktien konnten nur zwischen einem 5% und 19% der Fonds die jeweils hinterlegte Benchmark schlagen.
- Im Segment der Global Emerging Markets Aktien konnten ein Viertel bis über die Hälfte aller Manager die jeweils hinterlegte Benchmark schlagen. Die bestehenden Marktineffizienzen boten also Möglichkeiten für aktive Manager.

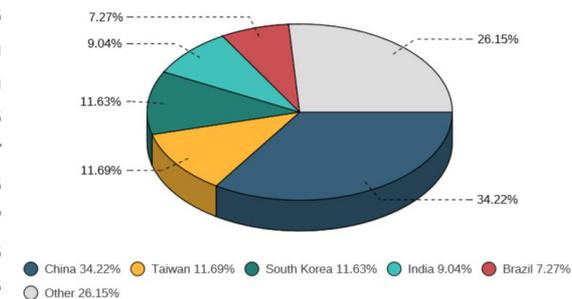
Aktien Welt/Emerging Markets – Aktiv versus passiv (2)

TOP 10 CONSTITUENTS

	Country	Float Adj Mkt Cap (USD Billions)	Index Wt. (%)	Sector
ALIBABA GROUP HLDG ADR	CN	349.62	5.89	Cons Discr
TENCENT HOLDINGS LI (CN)	CN	275.40	4.64	Comm Srvc
TAIWAN SEMICONDUCTOR MFG	TW	260.94	4.40	Info Tech
SAMSUNG ELECTRONICS CO	KR	226.00	3.81	Info Tech
CHINA CONSTRUCTION BK H	CN	73.69	1.24	Financials
NASPERS N	ZA	71.96	1.21	Cons Discr
PING AN INSURANCE H	CN	63.81	1.08	Financials
RELIANCE INDUSTRIES	IN	56.43	0.95	Energy
HOUSING DEV FINANCE CORP	IN	55.46	0.93	Financials
CHINA MOBILE	CN	50.79	0.86	Comm Srvc
Total		1,484.10	25.02	

14.9%

COUNTRY WEIGHTS



- Erhöhte Konzentration der grössten 10 Unternehmen
- Vergleich:
 - MSCI World: Top 10 (14.3%) und Top 3 (7.8%)
 - MSCI ACWI: Top 10 (12.6%) und Top 3 (6.9%)
- Hohe Konzentration von Finanztiteln (23.8%), rund 34% Chinesische Titel
- Zudem sind die Titel teilweise schwierig handelbar und mit hohen Transaktionskosten verbunden. Dies macht die Replizierung der Indizes schwierig und teuer.

Aktien Welt/Emerging Markets – Aktiv versus passiv (3)

Erhebliche Konzentrationen stellen Risiken für Anlegen dar:

- Länder
 - Mit China (34.2%), Taiwan (11.7%) und Südkorea (11.6%) grosser Anteil an Asiatischen Ländern.
 - Sektoren
 - Financials, Information Technology und Consumer Discretionary machen mehr als 50% des Index aus.
 - Unternehmen
 - 0.7% der Unternehmen tragen mehr als 25% zu der Marktkapitalisierung bei.
 - Die drei grössten Unternehmen sind knapp 15% des Index.
- Für passive Investoren ist die Sektor- und Titelkonzentration problematisch.

Aktien Welt/Emerging Markets – Aktiv versus passiv (4)

- Bei einer Anlage in Emerging Market Aktien sollte nicht vergessen werden, dass sich die verschiedenen Länder in den Emerging Markets Indizes über die Zeit sehr unterschiedlich entwickeln
 - **Länderallokation** spielt in Emerging Markets eine deutlich wichtigere Rolle als in Entwickelten Ländern
 - Rund 70% der Cross-Sectional Volatilität ist bei EM auf die Länderselektion zurückzuführen
- Möglichkeit mit aktivem Portfoliomanagement Mehrwert zu generieren

MSCI WORLD IMI INDEX CSV CONTRIBUTION BY FACTOR GROUPS



MSCI EM IMI INDEX CSV CONTRIBUTION BY FACTOR GROUPS



Quelle: MSCI; 31.01.2020

Aktien Welt/Emerging Markets – Aktiv versus passiv (5)

Bei den Aktien Welt (inkl. den Emerging Markets) empfiehlt sich nach Ansicht von Complementa ein **Core-Satellite Ansatz**:

- Im **Large Cap Segment** bzw. für den Gesamtmarkt (z.B. MSCI World oder MSCI ACWI) ist ein **passiver Ansatz** zielführend.
- Die Allokation kann durch Anlagen in **Emerging Markets Aktien** ergänzt werden (z.B. MSCI Emerging Markets), in diesem Segment kann eine **aktive Umsetzung** Mehrwert generieren, passive Umsetzungen sind ebenfalls möglich, im Vergleich zu den Entwickelten Ländern ist hier aber die Replikation der Indizes nicht gleich einfach möglich (Verfügbarkeit gewisser Wertpapiere und hohe Transaktionskosten, Indizes mit Schwächen behaftet).
- Bei den **Aktien Welt Small Cap** kann eine aktive Umsetzung Ineffizienzen ausnutzen, gleichzeitig ist jedoch ein Grossteil der aktiven Small Cap Manager jeweils **auf einzelne Regionen** (z.B. US Small Cap) **fokussiert**, die **Regionenallokation** müsste somit auf Gesamtebene gesteuert werden, hieraus können sich Abweichungen zu einem passiven Aktien Small Cap Benchmark ergeben.
- Zusammenfassen bedeutet dies, dass der Grossteil des Portfolios im Segment Aktien Welt (z.B. MSCI World) kostengünstig passiv umgesetzt wird und als Ergänzung eine Allokation im Bereich Aktien Emerging Markets vorgenommen werden kann.
Im Sinne eines Core/Satellite-Ansatzes könnten auch Small Cap Umsetzungen als aktive Komponente (Satelliten) ergänzt werden. Aufgrund der mehrheitlichen Fokussierung der Manager auf jeweils eine Region wären eine regionalisierte Umsetzung (bspw. Nordamerika, Europa, Asien) und Steuerung jedoch notwendig.

Aktien Welt/Emerging Markets – Aktiv versus passiv (6)

Zusammenfassend ist nachfolgend aufgeführt, in welchem Segment eine aktive respektive passive Bewirtschaftungsart aus unserer Sicht sinnvoll erscheint:

Kategorie	Bewirtschaftung	Bemerkungen / Grund
Aktien Welt Large Caps	Passiv	<ul style="list-style-type: none"> Large Cap Markt wird als effizient eingeschätzt Kostengünstige passive Umsetzungen vorhanden
Aktien Welt Small Caps	Passiv	<ul style="list-style-type: none"> Ineffizienzen im Markt grundsätzlich erwartbar Exposure zu grossem globalen Universum (Diversifikation) Aktive Manager grösstenteils mit Regionenfokus
Regionalisierte Aktien Large Caps (Regionen bspw. Nordamerika, Europa, Asien)	Passiv, jedoch Empfehlung zur Umsetzung auf Ebene Welt	<ul style="list-style-type: none"> Märkte werden als effizient eingeschätzt Kostengünstige passive Umsetzungen vorhanden Bedarf zur Steuerung der strategischen Regionentallokation innerhalb der Aktien, deshalb Empfehlung zur Umsetzung auf der Ebene Welt
Regionalisierte Aktien Small Caps (Regionen bspw. Nordamerika, Europa, Asien)	Aktiv	<ul style="list-style-type: none"> Ineffizienzen in den Regionenmärkten grundsätzlich erwartbar Exposure zu grossen regionalen Universen (Diversifikation) Bedarf zur Steuerung der strategischen Regionentallokation innerhalb der Aktien
Aktien Emerging Markets	Aktiv / Passiv	<ul style="list-style-type: none"> Ineffizienzen im Markt grundsätzlich erwartbar Aktive wie passive Bewirtschaftungsart denkbar

- Im Grundsatz könnte, insbesondere infolge der zu erwartenden Marktineffizienzen, eine Ergänzung aktiver Manager im Segment der Small Caps einen zusätzlichen Mehrwert generieren. Da jedoch ein Grossteil der Manager über regionalfokussierte Umsetzungen verfügt, besteht der Bedarf zur Steuerung der strategischen Regionentallokation innerhalb der Aktien. Zudem resultieren durch die Ergänzung von Small Caps teilweise Allokationen mit andere Risikofaktoren (z.B. abweichende Kapitalisierung und Sektorallokation).

Aktien Welt – Interne versus externe Bewirtschaftung

Kriterium	Beurteilung	Vorteile für
Kosten	Hohes Anlagevolumen (sgpk: rund CHF 2.2 Mia.) gegeben, mit einem TER von rund 5 Bps als kostengünstig bezeichnet werden	Externes Management
Möglichkeiten zur Individualisierung	Für sgpk ist Securities Lending nicht zulässig, dies kann sowohl mit einer internen als auch mit einer externen Lösung berücksichtigt werden	Beide gleichwertig
Expertise	Die für eine erfolgreiche Umsetzung der Anlagekategorie Aktien Welt (und insbesondere im Bereich Emerging Markets) erforderliche Expertise spricht für externes Management	Externes Management
Risikomanagement / Compliance / Governance	Potenzielle Schwäche bei internem Management, durch Organisation mit Einlegerfonds sowie damit verbundene Delegation bspw. des Risikomanagements an unabhängige Fondsleitung (Credit Suisse, UBS) mitigiert	Beide gleichwertig
Exklusiver Zugang zu Transaktionen	Im Zusammenhang mit liquiden Anlagen von untergeordneter Bedeutung	Beide gleichwertig
Interessenkonflikte	Potenzielle Interessenkonflikte scheinen bei externem Management in den Aktien Welt höher (Vermögensverwaltungsgebühren, Transaktionsgebühren etc.). Im Subsegment Aktien Emerging Markets scheinen diese über die Bewirtschaftungsarten ausgeglichen , insbesondere auch infolge des tieferen Volumens.	Internes Management (Aktien Welt) / Beide gleichwertig (Aktien EmMa)
Portfoliomanagementressourcen / Infrastruktur	Team ggf. klein, Nachteil mitigiert durch hochliquiden Charakter der Anlagen, Team bei externen Verwaltern tendenziell grösser	Externes Management
Operationelle Risiken	Müssen, sofern nicht in Verantwortung der Fondsleitung, von sgpk getragen werden, können aber durch geeignete organisatorische Massnahmen minimiert werden	Externes Management
Fazit: Detaillierte Analyse Vor- und Nachteile ergibt bei gegebenem Anlagevolumen und passivem Verwaltungsstil deutliche Vorteile für externes Management, d.h. Beibehaltung des Status Quo		

Aktien Welt – Umsetzung sgpk / Grundlagen

- Die Umsetzung in den Aktien Schweiz erfolgt durch nachfolgend Umsetzung:

Kategorie	Volumen in		
	Mio. CHF	Bewirtschaftung	Umsetzungsart
Aktien Welt			
Gallus Aktien Welt Passiv	1724.7	extern	passiv
UBS Aktien Welt indexiert	189	extern	passiv
Gallus Aktien Welt Enhanced	0.5	extern	aktiv
Gallus Aktien Welt	0.2	extern	aktiv
Gallus Aktien Welt EmMa	97.1	extern	aktiv
CSIF (CH) Equity EmMa Blue DB	176.3	extern	passiv

In Auflösung

- Die **Bewirtschaftung** erfolgt bei allen Umsetzungen **extern**. UBS Aktien Welt Enhanced und der Einanlegerfonds Gallus Aktien Welt (aktiv) sind in Auflösung
- Rechtsform: Zwei verbleibende Umsetzungen via **Einanlegerfonds** Gallus Institutional Funds – Umbrella-Fonds schweizerischen Rechts der Art «Übrige Fonds für traditionelle Anlagen» für qualifizierte Anleger, zusätzliche Umsetzungen mit CSIF Equity EmMa und UBS Aktien Welt indexiert.
- Drei passive Umsetzungen (Welt & EmMa) und eine aktive Emerging Markets Umsetzung

Aktien Welt – Rendite Gesamtsegment

Risiko-Rendite-Analyse - 1 Jahr | 31.12.2019

PORTFOLIO (PF)	MARKTWERT 31.12.19 CHFm	PERFORMANCE		VOLATILITÄT		SHARPE RATIO		TE %	IR	ALPHA %	BETA
		PF	BM	PF	BM	PF	BM				
		%	%	%	%	%	%				
Aktien Welt	2'187.8	23.33	24.21	13.9	13.8	1.6	1.6	0.4	-1.8	-0.9	1.0
Overlay Aktien Welt											
Gallus Aktien Welt Passiv *	1'724.7	25.70	25.74	13.6	13.7	1.7	1.7	0.2	-0.1	0.1	1.0
UBS Aktien Welt Passiv	189.0	25.75	25.74	13.8	13.7	1.7	1.7	0.1	0.1	-0.1	1.0
Gallus Aktien Welt Enhanced	0.5	21.47	25.74	15.4	13.7	1.3	1.7	2.3	-1.5	-6.2	1.1
Gallus Aktien Welt	0.2	19.71	25.74	15.2	13.7	1.2	1.7	2.3	-2.2	-7.2	1.1
Gallus Aktien Welt Emerging Markets	97.1	11.22	16.33	14.1	15.8	0.8	1.0	3.2	-1.4	-2.5	0.9
Aktien Welt EmMa passiv (CS)	176.3										

*: Lancierung Januar 2019

Quelle: Pictet STAR – Strategic Asset Reporting für die St. Galler Pensionskasse (sgpk) per 31.12.2019

- **Rendite:** Im Jahr 2019 resultiert eine Rendite auf dem Gesamtsegment von +23.3% und damit ein Rückstand von -0.9 Prozentpunkten.
 - Der Vergleich der passiven Umsetzungen von UBS und Gallus (aufgrund der späteren Lancierung von Gallus ist der Vergleich nur für 2019 möglich) zeigt, dass die indexierten Ansätze nahe an der Benchmark sind und dementsprechend tiefe Tracking Errors ausweisen.
 - Gallus Aktien Welt (aktiv) und Welt Enhanced befinden sich in Auflösung.
 - Die Emerging Markets Umsetzung ist deutlich hinter Benchmark, bei tieferer Volatilität.
- **Risiko:** Im Gesamtsegment und Umsetzungen mit der Benchmark entsprechender Volatilität.
- **Effizienz (Rendite-/Risikoverhältnis):**
 - Auf absoluter Ebene (Sharpe Ratio) mit gegenüber der Benchmark vergleichbarer Effizienz, die passiven Umsetzungen mit identischem Ergebnis.
 - Auf relativer Ebene (Information Ratio) auf Gesamtstufe mit negativem Ergebnis. Die passiven Umsetzungen verzeichnen eine IR nahe Null, das Alpha ist bei den beiden Umsetzungen nahe null. Negative Effekte aus den aktiven Umsetzungen (Alpha und IR bei den aktiven Umsetzungen sind negativ)
 - Der Tracking Error für das Gesamtsegment beträgt 0.4 und die Information Ratio -1.8.

Aktien Welt – Rendite Gesamtsegment

Risiko-Rendite-Analyse - seit Mandatsbeginn, annualisiert | 31.12.2019

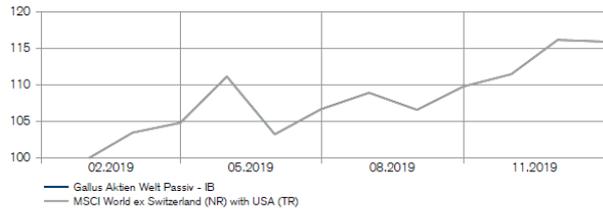
PORTFOLIO (PF)	MARKTWERT	PERFORMANCE		VOLATILITÄT		SHARPE RATIO		TE	IR	ALPHA	BETA
	31.12.19	PF	BM	PF	BM	PF	BM	%		%	
	CHFm	%	%	%	%						
Aktien Welt	2'187.8	5.04	4.66	14.7	14.9	0.3	0.3	0.9	0.4	0.4	1.0

Quelle: Pictet STAR – Strategic Asset Reporting für die St. Galler Pensionskasse (sgpk) per 31.12.2019

- **Rendite:** Seit Mandatsbeginn resultiert auf dem Gesamtsegment eine annualisierte Rendite von +5.0% und damit eine **Outperformance von +0.4 Prozentpunkten pro Jahr**.
- **Risiko:** Im **Gesamtsegment** und **Umsetzungen** mit der Benchmark **entsprechender Volatilität**.
- **Effizienz** (Rendite-/Risikoverhältnis): Für das Gesamtsegment resultiert sowohl auf absoluter (Sharpe Ratio) als auch auf relativer (Information Ratio) Ebene ein solides Ergebnis. Der Tracking Error für das Gesamtsegment beträgt 0.9 und die Information Ratio 0.4.

Aktien Welt – Umsetzung sgpk – Gallus Aktien Welt Passiv

Netto-Performance in CHF (zurückgesetzt auf Basis 100) ¹⁾

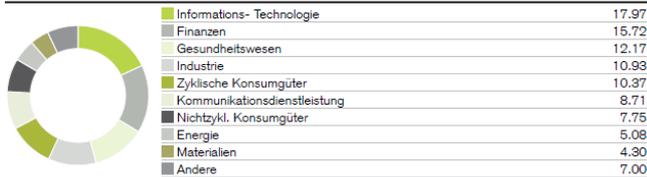


Netto-Performance in CHF ¹⁾

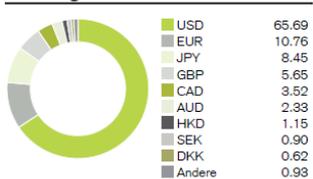
	1 Monat	3 Monate	6 Monate	YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	3 Jahre	5 Jahre	ITD*
								% p.a.	% p.a.	
Fonds	-0.21	5.56	8.63	-	-	-	-	-	-	21.34
Benchmark	-0.21	5.55	8.64	-	-	-	-	-	-	15.84

*seit Auflegung

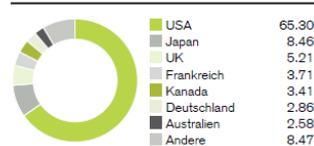
Sektoren in %



Währungen in %



Länder in %



Anzahl der Titel

Fonds	1'368
-------	-------

Top-10-Positionen in %

Apple Inc	3.05
Microsoft Corp	2.64
Amazon.Com	1.78
Facebook	1.14
JPMorgan Chase	1.02
Alphabet -A-	0.97
Alphabet -C-	0.92
Johnson & Johnson	0.88
Visa Inc	0.77
Procter & Gamble	0.73
Total	13.90

- Bewirtschaftung: Credit Suisse AM (Schweiz) AG
 - Indexierter Ansatz
 - Benchmark: MSCI World ex Switzerland (NR) with USA (TR)
 - Auflagedatum: 10.01.2019
 - Seit Auflage 10.01.2019 auf Nettobasis kumulierter Vorsprung von +5.5% gegenüber Benchmark.
 - Erhöhte Konzentration in den USA (65%). Die Top-10 Positionen (Total 1368 Titel) machen 13.9% des Fonds aus.
- ⇒ Gute relative Anlageergebnisse im ersten Jahr, jedoch ist die Investmentdauer zu kurz, um eine aussagekräftige Beurteilung zu machen.

Quelle: Factset Gallus Aktien Welt Passiv per 31.12.2019

Aktien Welt – Umsetzung sgpk – UBS Aktien Welt Passiv

Performance (in %)			Sektoren (in %)		
	Portfolio	Benchmark	Portfolio	Benchmark	
2019	25,75	25,74	Energie	5,10	5,08
2018	-7,25	-7,31	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe	4,33	4,32
2017	17,84	17,77	Industrieunternehmen	10,71	11,07
2016	10,05	10,06	Nicht-Basiskonsumgüter	10,53	10,48
2015	0,37	0,19	Basiskonsumgüter	7,79	7,76
2014	17,83	17,86	Gesundheitswesen	12,25	12,24
Ø p.a. 2 Jahre	7,99	7,96	Finanzwesen	15,84	15,66
Ø p.a. 3 Jahre	11,18	11,13	IT	17,91	17,90
seit Ende Lancierungsmonat 11.2008	175,70	175,60	Telekommunikationsdienste	8,67	8,64
			Versorger	3,54	3,53
			Immobilien	3,33	3,32
			Total	100,00	100,00

Wertentwicklung indexiert



Gewichtung nach Märkten (in %)

	Portfolio	Benchmark
Vereinigte Staaten	64,47	65,36
Japan	8,43	8,43
Grossbritannien	5,17	5,66
Frankreich	3,80	3,92
Kanada	3,54	3,48
Deutschland	3,05	2,97
Australien	2,42	2,34
Niederlande	1,99	1,36
Hong Kong	1,13	1,20
Spanien	0,97	0,97
Übrige	5,03	4,31
Total	100,00	100,00

10 grösste Positionen nach Emittent (in %)

	Portfolio	Benchmark
Apple	3,08	3,07
Microsoft	2,66	2,64
Alphabet Inc	1,90	1,89
Amazon.com Inc	1,80	1,80
Facebook Inc	1,15	1,14
Top 5	10,59	10,54
JPMorgan Chase	1,04	1,03
Johnson & Johnson	0,89	0,89
Visa Inc	0,76	0,75
Procter & Gamble Co/The	0,73	0,72
Bank of America	0,72	0,72
Top 10	14,73	14,65

Risikokennzahlen (annualisiert)

	2 Jahre	3 Jahre
Tracking Error	0,10%	0,08%
Beta	1,00	1,00
Korrelation	1,00	1,00
Gesamtrisiko	13,65%	11,79%
Sharpe Ratio	0,64	1,01
Risikoloser Zinssatz (2 Jahre) =	-0,76	

Die statistischen Kennziffern wurden auf der Basis stetiger Renditezahlen berechnet.

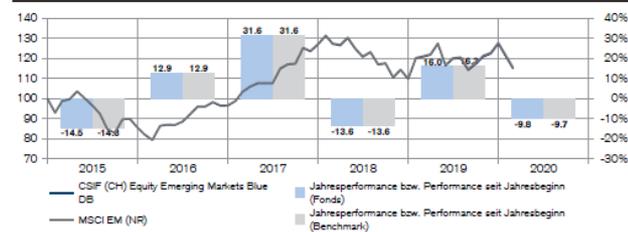
Quelle: Facthseet UBS Aktien Welt Passiv per 31.12.2019

- Bewirtschaftung: UBS
- Indexierter Ansatz
- Benchmark: MSCI World ex Switzerland (NR) with USA (TR)
- Auflegedatum: November 2008
- Seit Auflage Ende November 2008 auf Nettobasis kumulierter Vorsprung von +1.1% gegenüber Benchmark.
- Die grössten Sektoren sind IT, Finanzwesen und Gesundheitswesen
- Erhöhte Konzentration in den USA (64.5%). Die Top-10 Positionen machen 14.7% des Fonds aus (Indexvorgabe).
- Der Fonds weist über die letzten drei Jahre ein Gesamtrisiko von 11.2% aus. Der Tracking Error beträgt 0.1% und die Sharpe Ratio von 1.0.

⇒ Gutes relative Anlageergebnis

Aktien Welt – Umsetzung sgpk – CS Aktien Emerging Markets Passiv

Netto-Performance in CHF (zurückgesetzt auf Basis 100) und Jahresperformance ¹⁾



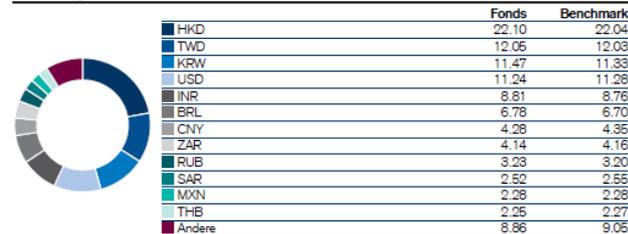
Netto-Performance in CHF ¹⁾

	1 Monat	3 Monate	YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
Fonds	-4.90	-6.09	-9.78	-4.88	11.15	16.36
Benchmark	-4.93	-6.00	-9.73	-4.66	11.53	16.82

Sektoren in %



Währungen in %



Fondsstatistik

	3 Jahre	5 Jahre
Annualisierte Volatilität in %	13.92	14.02
Tracking Error (Ex post)	0.14	0.15

- Bewirtschaftung: Credit Suisse
- Indexierter Ansatz
- Benchmark: MSCI EM (NR)
- Auflagedatum: 17.09.2004
- Über die letzten fünf Jahre auf Nettobasis kumulierter Rückstand von -0.5% gegenüber Benchmark.
- Die grössten Sektoren sind Finanzwesen, IT und zyklische Konsumgüter.
- Erhöhte Konzentration; die Top-10 Positionen machen 26.1% des Fonds aus (Total 1415 Titel).
- Der Fonds weist über die letzten fünf Jahre ein Gesamtrisiko von 14.0% pro Jahr aus. Der Tracking Error beträgt 0.2%.
- Der Fonds sowie die Benchmark haben das ESG-Rating BB.

⇒ Solides relative Anlageergebnis

Quelle: Factset CS Aktien Emerging Markets Passiv per 28.02.2020

Aktien Welt – Gebühren

Passive Umsetzungen:

- Die aktuellen **Umsetzungen der sgpk** in den Aktien Welt erfolgen grösstenteils **passiv**. Gallus Aktien Welt passiv und UBS Aktien Welt indexiert
- Die **Total Expense Ratio** von 5 Bps kann als kostengünstig angesehen werden, möglicherweise ist eine weitere Senkung um 0.5-1 Bps möglich
- Die Emerging Markets werden zu rund zwei Drittel passiv via CSIF (CH) Equity EmMa Blue DB umgesetzt, mit einem TER von 0.07%. Diese passive Umsetzung kann als kostengünstig angesehen werden.

Aktive Umsetzungen:

- Das Subsegment Aktien Emerging Markets wird zu rund einem Drittel mit dem Gallus Aktien Emerging Markets Fonds aktiv umgesetzt, wobei das TER rund 1.12% beträgt
- Bei einer Mandatsgrösse von rund CHF 100 Mio. scheint eine leichte Fee-Reduktion (5-10 Bps) auch für eine aktive Emerging Markets Umsetzung möglich

Aktien Welt – Fazit

- **Aktiv vs. Passiv:** Die Umsetzung des Gesamtmarktes (MSCI World) in passiver Form erscheint zweckmässig. Dies auch vor dem Hintergrund, dass nur eine sehr tiefe Zahl der aktiven Manager im Aktien Welt **Large Cap Segment** ihre Benchmark schlagen konnte, zu sehen. Bei den **Aktien Welt Small Cap** kann eine aktive Umsetzung von Ineffizienzen profitieren, jedoch ist ein Grossteil der aktiven Manager auf einzelne Regionen fokussiert, weshalb die Regionenallokation auf Gesamtebene gesteuert werden müsste und hieraus allfällige Abweichungen zu passiven Umsetzungen resultieren können. Im Bereich des Subsegments **Aktien Emerging Markets** kann eine aktive Umsetzung Sinn machen da diese Märkte weniger effizient sind und die Indizes jeweils mit gewissen Schwächen behaftet sind
- **Intern vs. extern:** Eine Analyse der Vor- (Kosten, Expertise, Ressourcen, operationelle Risiken) und Nachteile (Vermeidung von Interessenskonflikten) ergibt gegeben Anlagevolumen und Anlagestil **Vorteile für externes Management.**
- **Anlageleistung:** Die passiven Umsetzungen erzielten benchmarkkonforme Resultate. Die aktive Emerging Markets Umsetzung blieb über die letzten drei Jahre hinter ihrer Benchmark zurück.
- **Kosten:** Die passive Anlagelösung Gallus Aktien Welt Passiv ist mit rund 5 Bps relativ günstig. Möglicherweise ist aber eine weitere Kostensenkung um 0.5-1 Bps möglich. Es ist darauf hinzuweisen, dass in der relevanten Grössenordnung (Investiertes Vermögen von über CHF 1.0 Mrd.) nicht viele Vergleichsmandate existieren. Das passive Aktien Emerging Markets Mandat erscheint kostengünstig. Bei der aktiven Umsetzung hingegen erscheinen die Kosten bei einer Mandatsgrösse von rund CHF 100 Mio. vergleichsweise eher hoch.

Aktien Welt – Empfehlung

Empfehlung:

Beibehalten passives und externes Management bei Aktien Welt developed

Überprüfung der aktiven Aktien Emerging Markets Umsetzung

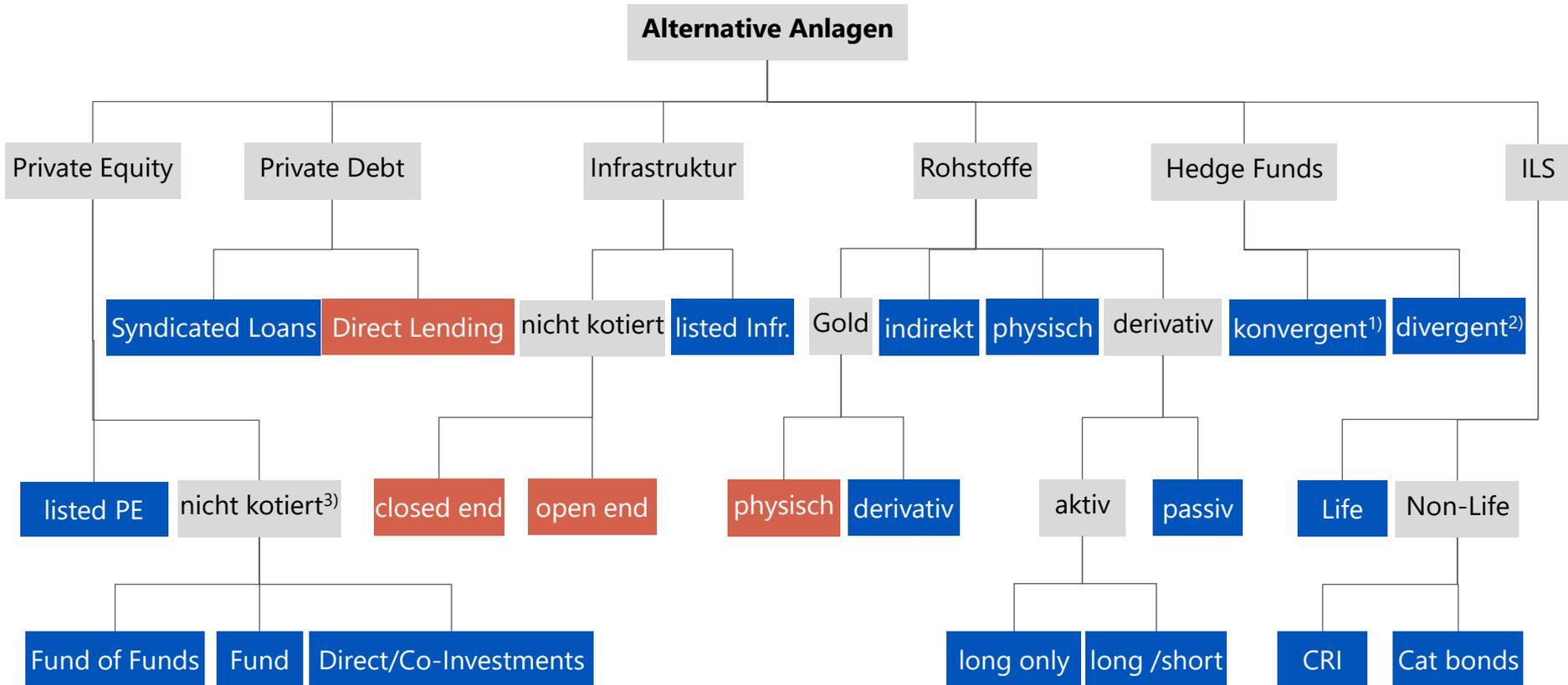
Begründung:

- *Passives Management*
Aktien Welt (Developed) können als effiziente Marktsegmente gesehen werden, wo eine konsistente Outperformance (durch aktives Management) sehr schwierig ist. Eine passive Indexierung (full Replication) ist einfach und zu tiefe Kosten möglich
- *Aktives Management/Passives Management*
 - Im Subsegment Aktien Emerging Markets kann eine aktive Umsetzung Mehrwert generieren, eine sorgfältige Managerselektion ist zentral, der bestehende aktive Manager sollte überprüft werden
 - Im Subsegment der Small Caps werden Marktineffizienzen erwartet, weshalb eine aktive Umsetzung Mehrwert generieren könnte. Da die Manager meist über regionenfokussierte Umsetzungen verfügen, wäre eine Steuerung der strategischen Regionalallokation innerhalb der Aktien notwendig. Zudem könnten durch diese Ergänzung teilweise Allokationen mit andere Risikofaktoren resultieren (z.B. abweichende Kapitalisierung und Sektorallokation)
- *Externes Management*
 - Verwaltung erfolgte bis dato basierend auf Effizienzkenzzahlen erfolgreich
 - mittels organisatorischer Ausgestaltung sind mit unabhängigem Fondsmanager (CS) Checks and Balances adäquat etabliert
 - Die jeweiligen Manager weisen eine ausreichende Grösse für die jeweiligen Segmente auf
 - Die Kosten sind bei den passiven Umsetzungen eher günstig. Die aktive Emerging Markets Umsetzung bei gegebenem Volumen mit vergleichsweise eher höheren Gebühren

3. Anlageklassen im Fokus Teil 2

Alternative Anlagen

Anlageuniversum



Umsetzung der sgpk

1) Konvergente Strategien: Relative Value, Event Driven, Distressed, Equity Market Neutral, Convertible Arbitrage

2) Divergente Strategien: Global Macro / CTA bzw. Managed Futures

3) Verschiedene Private Equity Strategien: Venture Capital, Growth/Mezzanine Financing, Buyouts/Leveraged buyouts, Distressed und Special Situations, Secondaries

3. Anlageklassen im Fokus Teil 2

Alternative Anlagen – Private Debt

Private Debt – Wichtigste Merkmale (1)

- Durch Gläubiger-Syndikate begebene syndizierte Darlehen (Syndicated Loans) oder am privaten Kapitalmarkt direkt begebene Darlehen (Direct Lending), meistens mit einer variablen Verzinsung
- Generelle Merkmale von Private Debt sind:
 - Hohe und **langfristige Kapitalbindung** beim Direct Lending, institutionelle Handelbarkeit im Falle von Syndicated Loans
 - Für finanziell motivierte Investoren ist die regelmässige Ertragserzielung dem lfr. Kapitalgewinn gegenüber prioritär
 - Private Debt repräsentiert gläubigerseitig «exklusiver verhandelbare» Darlehen. Es ist aber in der Akquisition, Betreuung und Realisierung aufwendig
 - Gläubiger verlangen oft spezielle **Sicherheiten wie Pfandrechte, Vorrang** im Kollokationsplan, etc.
 - Private Debt rangiert auch bei Besicherung gemäss den NRSROs im Non-Investment Grade-Bereich (\leq BB+)
 - Die Bewertung ist bei Direct Lending weniger frequent und mit grösserer Unsicherheit behaftet
 - Syndicated Loans können 1st Lien (erstrangig), 2nd Lien (im 2. Rang) oder nachrangig (Mezzanine) sein
- Genereller Risikotreiber: **Kreditrisiko, Liquiditätsrisiken**
- Gehört gemäss **Art. 53e BVV2** zu den Alternativen Anlagen
- Bei Complementa gängige Benchmarks: CS Leveraged Loan Index, S&P Loan Index, Absolute Return Index

Private Debt – Wichtigste Merkmale (2)

Ertragserwartung

- Syndicated Loan Funds: Es wird eine Rendite zwischen 4.5% - 6.0% in USD erwartet.
- Direct Lending (Single) Fund: Es wird eine Rendite zwischen 6.5% - 9.0% in USD erwartet.

Kosten

- Syndicated Loan Funds: Geschätzte Total Expense Ratio (TER) von 0.5% bis 1.0%
- Direct Lending (Single) Fund: Geschätzte Total Expense Ratio (TER) von 2.0% bis 3.0%

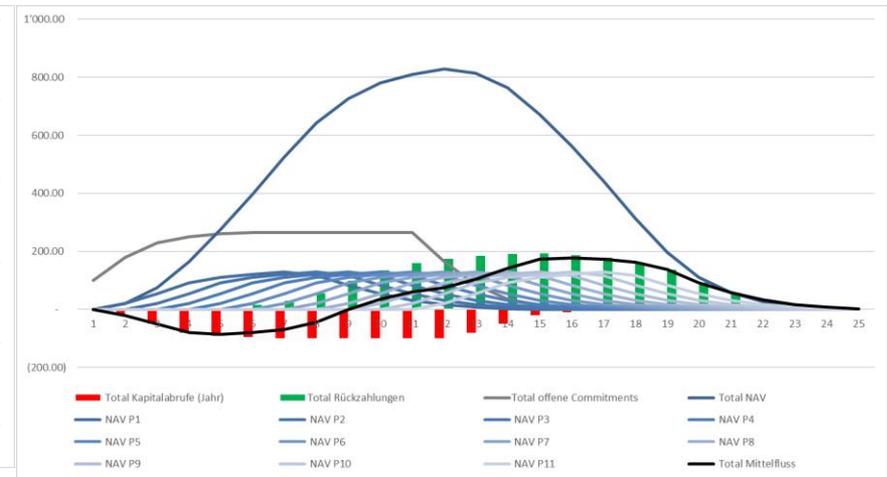
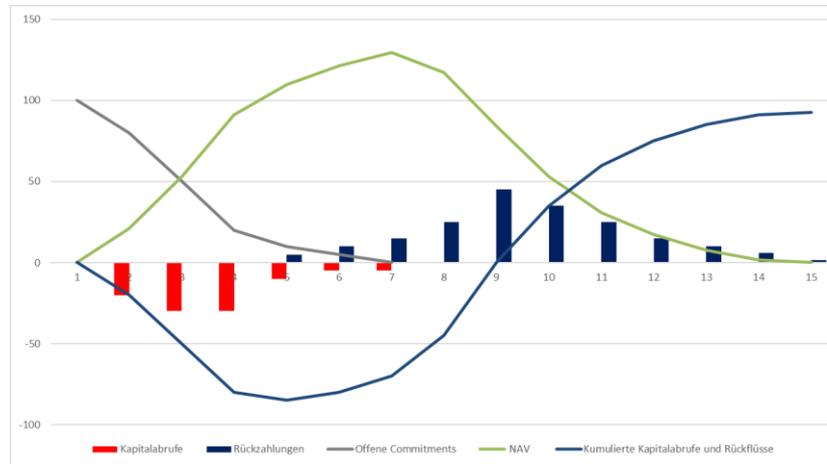
Minimum Investmentgrösse

- Bei Direct Lending Funds bestehen i.d.R. minimale Anlagevolumina pro Gefäss von CHF 10 Mio.
- Bei Syndicated Loan Funds sind die Einstiegshürden i.d.R. bei einstelligen Millionenbeträgen

Anlagekategorie-spezifische Eigenheiten

- Je nach Anlageform ist eine Anlage in Private Debt einem J-Curve Effekt unterworfen
- Es gilt zudem zu beachten, dass die einzelne Umsetzung mit ihren unterschiedlichen Reifephasen nur bedingt mit einem stets voll investierten Marktindex verglichen werden kann. Es ist deshalb speziell in der **Aufbau- und zum Ende der Realisierungsphase mit substanziellen Abweichungen zu rechnen**. Ein Kompromiss kann im Vergleich nach sogenannten Vintage Year-Indizes gefunden werden, welcher Umsetzungen gemäss ihrer Auflage bzw. Reifung gruppiert.

Private Debt – Wichtigste Merkmale (3) – J-Curve Effekt bei «Closed End» Fundstruktur



J- Curve Effekt eines einzelnen Programms:

- Die Kurve kumulierte Kapitalabrufe und Rückflüsse zeigt den J-Curve Effekt
- In den ersten Jahren verursachen Kapitalabrufe, Gebühren und fehlende Erträge einen negativen Mittelfluss (rote Balken)
- Erst nach einer Laufzeit von 3-5 Jahren ist mit einem Mittelrückfluss (blaue Balken) zurechnen

Konstantes Investitionsniveau:

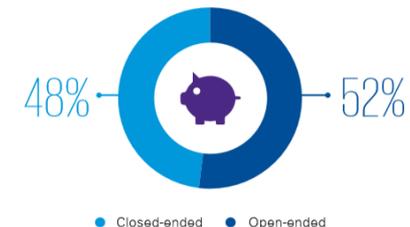
- Durch das Investieren in verschiedene Programme (hier P1-P11) kann der J-Curve Effekt nach und nach reduziert werden, so dass ein positiver Mittelfluss (schwarze Linie) resultiert
- Die offenen Kapitalzusagen erreichen mit dem Investieren in verschiedene Programme und Laufzeiten ein «natürliches Dach»
- Ein konstantes Investitionsniveau wird erreicht

Private Debt – Wichtigste Merkmale (4) – Vor- und Nachteile der verschiedenen Umsetzungsarten

• Closed-end Funds

- ✓ Zeithorizont entspricht der Liquidität der Anlagen, es besteht kein Risiko durch einen Zwangsverkauf um Liquidität zu generieren. Die Interessen sind harmonisiert.
- ✓ Anlagen werden nach rund 10 bis 15 Jahren (begrenzte Laufzeit) ohne Zeitdruck in einem grosszügigen Zeitfenster verkauft. Diese Funds sind selbstliquidierend
- ✓ nur realisierte Gewinne werden ausbezahlt, Bewertungen der Positionen sind sekundär
- Erfordert umfassende Investitionsplanung und mehrere zeitlich überlappende Investments
- Gebühren werden über nicht realisierte und unsichere Bewertungen berechnet
- Ein vorzeitiger Verkauf der Anlage (Teilliquidation der PK) ist nicht möglich oder nur unter sehr schlechten Bedingungen.

Figure 1: Proportion of open- and closed-ended loan funds



• Open-end Funds

- ✓ unbegrenzte Laufzeit und sind damit nicht selbstliquidierend
- ✓ die Investitionsplanung erfolgt innerhalb der Kollektivanlage
- ✓ Es besteht ein Track-Record um den Fund / Manager zu bewerten
- ✓ die Liquidität ist gewährleistet (Achtung Liquidity Gate, Early-Redemption-Penalty etc.)
- Investments und Anleger weisen unterschiedliche Zeithorizonte auf, grossen Mittelzu- und –abflüsse führen zu Bewertungsproblemen und Ungleichbehandlung
- Bewertung ist von zentraler Bedeutung → Verwässerungsschutz zu Gunsten des Funds
- Einstieg/Ausstieg von anderen Investoren basieren auf theoretische Bewertungen (keine Interessengleichheit mit Investoren)

Quelle: KPMG Loan fund survey 2018 (nur Luxemburg)

Private Debt – Rolle im Portfoliokontext

Gründe für den Einbezug in ein diversifiziertes Portfolio

- Im Vergleich zu Unternehmensanleihen und High Yield Bonds gläubigerseitig grundsätzlich unmittelbarere und damit exklusivere Form der Vergabe von Fremdkapital
- Die höhere Exklusivität ist oft in der Bestellung von Sicherheiten und eines variablen Verzinsungsmodells reflektiert
- Ausschliesslich aktiven Anlageform – Erschliessung Quelle für Alpha-Rendite
- Anleger werden bei eine solchen Investments mit einer Illiquiditätsprämie vergütet
- Immunisierung gegenüber Marktzinsanstiegen (z.B. FED) nicht aber gegenüber der Ausweitung von Credit-Spreads
- Reduktion von Momentum durch Meidung der durch das breite Publikum zugänglichen Märkte

Umsetzung

- Bei Direct Lending sind geschlossene Kollektivanlagen aufgrund ihrer Kongruenz zwischen Investitions- und Anlagehorizont charaktertypisch. Das Funding erfolgt durch eine Phase der Akquisition von Kapitalzusagen, einer finalen Schliessung der Anlageform und dem sporadischen Abruf der Kapitalversprechen nach Investitionsfortschritt
- Bei institutionell handelbaren Syndicated Loan Funds sind teiloffene Kollektivanlagen mit einer täglichen bis monatlichen Ein- und Ausstiegsliquidität typisch

Private Debt – Chancen und Risiken

Chancen	Risiken
Erzielung eines gegenüber Unternehmensanleihen und High Yield Bonds effizienteren laufenden Ertrags.	Speziell im Falle von Direct Lending lfr. Kapitalbindung und Illiquidität der Anlage.
<p>Gläubigerseitig stärkere, weil exklusivere, Verhandlungsposition in der Darlehensvergabe, resultiert oft in:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Tiefere Sensitivität gegenüber Zinsanstieg durch variable Verzinsungsmodelle. • Stärkere und effizientere Durchgriffrechte durch Bestellung von erstrangigen oder hochwertigen Sicherheiten. 	Sehr stark abhängig von den Fähigkeiten des jeweiligen Managers.
Teilweise Mässigung von Momentum gegenüber von Obligationenmärkten infolge Handel von Investitionen in einem nicht für das breite Publikum zugänglichen Kapitalmarkt.	Auch der institutionell handelbare Syndicated Loan-Markt ist im Vergleich zu den traditionellen Obligationenmärkten klein. Damit Gefahr der ineffizienten Preisbildung oder Margenerosion im Falle starker Kapitalzuflüsse.

Private Debt – Aktiv versus passiv

- Private Debt ist eine Form von Private Finance – nicht öffentlich zugänglich (privaten) und nicht börslich geregelter Kapitalmarkt – dies ist mit tieferer Liquidität und geringerer Transparenz verbunden (z.B. im Vergleich zu Aktienmärkten)
- Die verfügbaren Indizes bilden nicht alle Anlagemöglichkeiten im Markt ab
- Eine Anlage im Bereich Private Debt erfolgt somit **grundsätzlich aktiv**
- Passive Möglichkeiten sind nur sehr beschränkt vorhanden (z.B. ETFs auf den Indxx Private Credit Index)
 - Die passiven Alternativen sind vergleichsweise teuer (sehr hohe TER)
 - Diese Anlagen **bilden nicht direkt Private Debt** ab sondern investieren hauptsächlich in spezialisierte Equity Instrumente (Aktien von **Business Development Companies** bzw. **BDCs**), welche wiederum KMUs Kapital zur Verfügung stellen
 - Es muss auch ein **Missverhältnis** zwischen der hohen Liquidität der ETFs und Fonds sowie den unterliegenden Anlagen festgehalten werden
- Die **Streuung** der aktiven Leistungsfähigkeit der Manager ist signifikant
- Eine strenge Selektion durch die Anlageverantwortlichen ist aufgrund der **Kapitalbindung** und des langen Anlagehorizonts von grösster Bedeutung

PORTFOLIO MANAGEMENT
indxx

Private Debt – Interne versus externe Bewirtschaftung

Kriterium	Beurteilung	Vorteile für ...
Kosten	Eher tieferes Anlagevolumen mit rund CHF 102 Mio. Aktive externe Bewirtschaftung mit produktgewichteter TER (vor Abzug der Origination Fee) von rund 2.6% (ca. $\frac{3}{4}$ Swiss Capital Private Debt I mit TER von 2.35% und $\frac{1}{4}$ Arcmont Direct Lending Fund mit TER von 3.35%). Die erwartete geschätzte TER für Direct Lending liegt zwischen 2% bis 3%, demnach erscheinen die Kosten der Gesamtumsetzung als marktkonform.	Externes Management
Möglichkeiten zur Individualisierung	Das Universum an Alternative Anlagen ist relativ breit und umfangreich, Gestaltungsmöglichkeiten gibt es aber eher auf der Portfolioebene und weniger auf Ebene der einzelnen Umsetzungen.	Beide gleichwertig
Expertise	Das Alternativen Anlage Portfolio deckt neben Private Debt auch Infrastruktur, und Gold ab, es macht somit Sinn, sich die Expertise in den einzelnen Feldern von Externen einzuholen.	Externes Management
Risikomanagement / Compliance / Governance	Spezialisierte externe Manager können in ein anlageklassenspezifisches Risikomanagement investieren. Insbesondere auch aufgrund dessen höheren aggregierten Anlagevolumina.	Externes Management
Exklusiver Zugang zu Transaktionen	Spezialisierte externe Manager verfügen oft Zugang zu exklusiven Deals (illiquide Privatmärkte).	Externes Management
Interessenkonflikte	Potenzielle Interessenkonflikte scheinen zwischen den beiden Bewirtschaftungsarten ausgeglichen.	Beide gleichwertig
Portfoliomanagementressourcen / Infrastruktur	Team bei externen Verwaltern tendenziell grösser und auf jeweilige Anlagen spezialisiert.	Externes Management
Operationelle Risiken	Die operationellen Risiken sollten im Grundsatz durch die externen Provider getragen werden.	Externes Management
Fazit: Detaillierte Analyse Vor- und Nachteile ergibt bei gegebenem Anlagevolumen und aktivem Verwaltungsstil deutliche Vorteile für ein externes Management, d.h. Beibehaltung des Status Quo.		

Private Debt – Umsetzung sgpk / Grundlagen

- Die Umsetzung in Private Debt erfolgt durch nachfolgend Umsetzung:

Kategorie	Volumen in		Umsetzungsart
	Mio. CHF	Bewirtschaftung	
Alternative Anlagen			
CSA Energie-Infrastruktur Schweiz	213.4	extern	aktiv
CS Energie-Infrastruktur Europa	134.7	extern	aktiv
Arcmont Direct Lendig Fund II	23	extern	aktiv
AST Swiss Capital Private Debt I	78.6	extern	aktiv
Committed Capital	63.1	extern	aktiv
Digital Transformation Fund SCS	4.9	extern	aktiv
Physisches Gold - ZKB CIF Physical Gold N	46.6	extern	passiv
Physisches Gold - Tresor bei Pictet, Cie	146.9	extern	passiv

Private Debt

- Die **Bewirtschaftung** erfolgt bei beiden Umsetzungen **extern**.
- Die Umsetzung erfolgen bei beiden Umsetzungen aktiv, wie dies im Alternativen Anlagebereich typisch ist.

Private Debt – Rendite Gesamtsegment

Risiko-Rendite-Analyse - seit Mandatsbeginn, annualisiert | 31.12.2019

PORTFOLIO (PF)	MARKTWERT 31.12.19 CHFm	PERFORMANCE		VOLATILITÄT		SHARPE RATIO		TE %	IR	ALPHA %	BETA
		PF	BM	PF	BM	PF	BM				
		%	%	%	%						
Nicht traditionelle Anlagen	711.5	2.00	-1.48	10.6	6.9	0.2	-0.2	6.6	0.5	3.8	1.2
Private Equities - sgpk	0.1	-5.44	-5.44	31.6	31.6	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0	1.0
Private Equities - Digital Transformation	4.9	6.55	6.55	9.3	9.3	0.8	0.8	0.0	1.0	0.0	1.0
CS Anlagestiftung - Energieinfrastruktur	213.4	4.63	4.63	5.1	5.1	1.1	1.1	0.0	-1.1	0.0	1.0
Arcmont (ex BlueBay) DLF II	23.0	5.43	5.43	5.5	5.5	1.1	1.1	0.0	0.0	0.0	1.0
AST Swiss Capital I	78.6	1.72	1.72	0.8	0.8	3.3	3.3	0.0	0.3	0.0	1.0

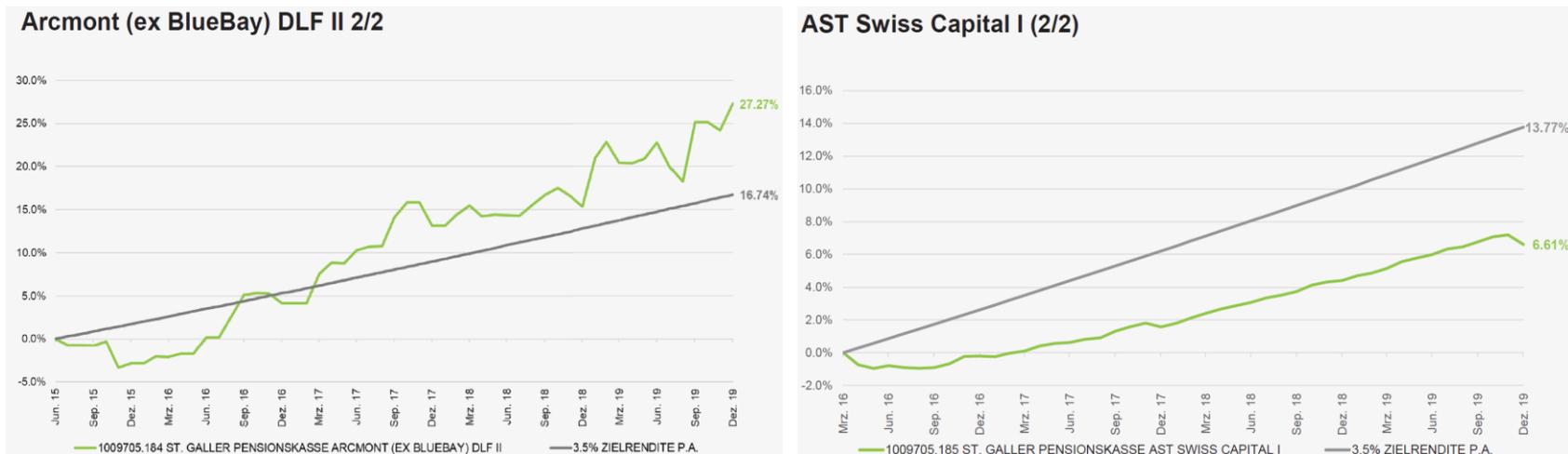
Risikokennzahlen seit Beginn | 31.12.2019

PORTFOLIO (PF)	MARKTWERT 31.12.19 CHFm	PERFORMANCE										VOLATILITÄT					TRACKING ERROR				INFORMATION RATIO		
		-4.0	-2.0	0.0	2.0	4.0	6.0	8.0	10.0	0.0	5.0	10.0	15.0	20.0	0.0	2.0	4.0	6.0	8.0	-1.0	0.0	1.0	2.0
Nicht traditionelle Anlagen	711.5	-1.5			2.0							10.6					6.6						0.5

Quelle: Pictet STAR – Strategic Asset Reporting für die St. Galler Pensionskasse (sgpk) per 31.12.2019

- **Rendite:** Die beiden Private Debt Umsetzungen werden gegen ihre eigene Rendite gemessen, somit können keine relativen Abweichungen auf Stufe der Umsetzungen entstehen. Ein Performance-Vergleich der beiden Umsetzungen gegenüber der Zielrendite der sgpk ist auf der nächsten Seite ersichtlich.
- **Risiko:** Seit Mandatsbeginn mit höherem Risiko (Volatilität).
- **Effizienz** (Rendite-/Risikoverhältnis): Auf **absoluter Ebene** (Sharpe Ratio) mit gegenüber der Benchmark leicht höherer Effizienz. Aufgrund der Charakteristika der Anlageklasse scheint ein Vergleich anhand von Information Ratio und Alpha nicht wirklich zielführen.

Private Debt – Performances versus Zielrendite



Quelle: Sgpk Anlageausschuss 12.02.2020, Seiten 39 & 41

- Als Renditeerwartung besteht eine **Zielrendite von 3.5% p.a. netto (CHF)**
- Der **Arcmont (ex BlueBay) DLF II** konnte seit Investitionsbeginn mit einer kum. Performance von 27.27% (5.43% p.a.) die **Zielrendite übertreffen**.
- Die **Anlagestiftung Swiss Capital I** liegt seit Investitionsbeginn mit einer kum. Performance von 6.61% (1.72% p.a.) deutlich **unter der Renditeerwartung**.

Private Debt – Gebühren

Aktive Umsetzungen:

- Die aktuellen **Umsetzungen der sgpk** im Bereich Private Debt erfolgen aktiv.
- Rund drei Viertel sind in der Anlagestiftung Swiss Capital Private Debt I investiert mit einer Total Expense Ratio (vor Abzug der Origination Fee) von 2.35%. Der verbleibende Viertel ist im Arcmont Direct Lending Fund II alloziert mit einer TER von 3.35%. **Insgesamt resultiert eine produktgewichtete TER von rund 2.6%.**
- Die **erwarteten geschätzten TER** für Loans liegen zwischen 0.5% bis 0.9%, bei **Direct Lending** zwischen 2% bis 3%. Die **Anlagestiftung Swiss Capital Private Debt I** weist demnach **leicht tiefere Kosten** als der **Durchschnitt** aus, während der **Arcmont Direct Lending Fund II** im höheren Bereich liegt.
- Die **produktgewichtete TER** der Gesamtumsetzung von rund 2.6% erscheint marktkonform.

Private Debt – Fazit

- **Aktiv vs. Passiv:** Umsetzungen im Private Markets Bereich erfolgen generell aktiv.
- **Intern vs. extern:** Eine Analyse der Vor- und Nachteile ergibt bei gegebenem Anlagevolumen **Vorteile für externes Management**. Vorteile insbesondere bei den Kosten, Expertise, Riskmanagement, exklusivem Zugang zu Transaktionen, Ressourcen und operationellen Risiken.
- **Anlageleistung:** Beide Umsetzungen seit Mandatsbeginn mit positiven Renditen. Die beiden Private Debt Umsetzungen stellen zusammen nur rund 1% des Portfoliovermögens dar, somit ist der Effekt auf die Gesamtstufe marginal. Aus Sicht Complementa sollte eine eigenständige Anlageklasse mindestens 3% der SAA ausmachen.
- **Kosten:** Die Gesamtanlagelösung weist eine produktgewichtete TER (vor Abzug der Origination Fee) von rund 2.6% aus. Diese TER erscheint marktkonform gegenüber den zu erwarteten geschätzten TER für Direct Lending zwischen 2% bis 3%.

Private Debt – Empfehlung

Empfehlung:

Beibehalten aktives und externes Management

Begründung:

- *Aktives Management*
 - *Alternative Anlagen können in der Regel nur aktiv umgesetzt werden.*
- *Externes Management*
 - *Die Verwaltung erfolgte bis dato basierend auf absoluter Rendite grundsätzlich erfolgreich, wobei der Beitrag auf die Gesamtstufe durch die tiefe Allokation gering ist.*
 - *Spezialisierte externe Manager verfügen oft über exklusiven Zugang zu Transaktionen und über die erforderliche Expertise.*

3. Anlageklassen im Fokus Teil 2

Alternative Anlagen – Gold

Gold – Wichtigste Merkmale (1)

- Rohstoffe/Gold sind die **Ressourcen** der Erde und stellen die älteste gehandelte Anlageklasse dar. Sie besitzen aufgrund ihrer **Knappheit** einen ökonomischen Wert, der aus der **Nachfrage** der Konsumenten und dem **Angebot** der Produzenten in einer **Preisfindung** mündet. Angebot und Nachfrage hängen dabei von einer Vielzahl von unterschiedlichen Faktoren ab.
- Rohstoffe/Gold sind keine Wertschriften sondern gehören zu den **Sachwerten** und gelten als schwer zugänglich. Sie **generieren weder Erträge/Einkommen** noch eine Dividende.
- Rohstoffe werden **physisch** oder als **Derivate** auf Termin (Futures) an den Rohstoffbörsen (i.d.R. weltweite Standardisierung in Quantität und Qualität) gehandelt, was mehrheitlich, insbesondere bei Finanzinvestoren, der Fall ist.
- Die Wertveränderung physischer Rohstoffe wird einzig durch die **Preisentwicklung** der/des Rohstoffe(s) bestimmt, wobei den **Lagerbeständen** die Rolle als Puffer gegen unerwartete Nachfrage-Anstiege oder Produktionsengpässe zukommt.
- Rohstoffinvestments und –indizes sind allerdings nicht nur von der Preisentwicklung der Rohstoffe (Spot Returns) abhängig, sondern massgeblich durch die **Preisdifferenzen bei Verlängerung** (Roll Returns) geprägt.
- Genereller Risikotreiber: Preisrisiko
- Rohstoffe/Gold gelten als **Alternative Anlagen** gemäss Art. 53e BVV2.
- Bei Complementa gängige Benchmarks: Bloomberg Commodity Index, Gold Spotpreis

Gold – Wichtigste Merkmale (2)

- Gold stellt als Edelmetall eine Subkategorie der Rohstoffe dar



- Unter den Rohstoffen nimmt Gold eine Sonderrolle ein

* Holz, sowie Gemüse- und Obstpflanzen fallen nicht unter den Bereich der Agrarrohstoffe

Gold als Tail-Hedge – Einflussfaktoren

- Der Goldpreis als krisensichere Anlage ist durch mehrere Faktoren getrieben.
 - Zum einen führen **Unsicherheit** und damit verbundene erhöhte **Volatilität** an Aktienmärkten zur **Flucht in sichere Anlagen wie Gold**.
 - Andererseits dient auch der **US Dollar als «safe-haven»**, was vor allem bei globalen Krisen zu **Verteuerung von Gold** (in USD gehandelt) und dementsprechend sinkender Attraktivität bei ausländischen Investoren führt.
 - In globalen Krisen (z.B. 2008, 2020) mit sprunghaft erhöhter Volatilität und Einbrüchen auf den Aktienmärkten können **«margin-calls»** zusätzlich zu **Kursverlusten von liquiden Anlagen** wie Gold oder Staatsanleihen führen.
 - Der Goldpreis kann sich während Krisen sehr **volatil** verhalten, glättet aber im allgemeinen die Portfoliorenditen.
 - Zusätzlich können beim Handel mit Futures Änderungen der **regulatorischen Rahmenbedingung** (z.B. Hinterlegung, Margins) Einfluss auf den Goldpreis haben.
 - Im Portfoliokontext sind zudem die **Opportunitätskosten** zu berücksichtigen. Im aktuellen Tiefzinsumfeld sind diese eher als gering einzustufen.
- Der Goldpreis dient grundsätzlich als Absicherung / robuste Anlage, es ist jedoch festzuhalten, dass der Goldpreis selbst deutlichen Schwankungen unterworfen sein kann (z.B. durch erhöhte Volatilität, USD-Aufwertung) und es sich hierbei nicht um einen Perfekten Hedge handelt.

Gold als Tail-Hedge – Einflussfaktoren 2008



- Der Goldpreis als sichere Anlage kommt während der Finanzkrise 2008 kurzfristig unter Druck.
- Grund dafür ist unter anderem eine Kombination aus stärkerem US Dollar und Verlusten an den Aktienmärkten.
- Durch die Aufwertung der Dollars wird Gold teurer für ausländische Anleger und dementsprechend weniger attraktiv.
- Die stark erhöhte Volatilität und Kurseinbrüche auf den Aktienmärkten könnte zu «margin-calls» und damit verbunden Verkäufen von Liquiden Anlagen (z.B. Gold) geführt haben. Dies führt vor allem zu Beginn der Finanzkrise zu Kursverlusten.

Quelle: Bloomberg / Auswertung in USD

Gold als Tail-Hedge – Einflussfaktoren 2010-2011



- Der Goldpreis wertet während der Eurokurse deutlich auf und konnte somit als Absicherung der Kursrückgänge auf den Aktienmärkten eingesetzt werden.
- Die erneue Aufwertung des US Dollars sorgte für Kursrückgänge bis Ende 2011.

Gold als Tail-Hedge – Einflussfaktoren 2018-2020



- In den Jahren 2018 und 2019 handelt Gold während Phasen erhöhter Volatilität robust und konnte als Absicherung eingesetzt werden. Dies führt zu einer Glättung der Portfoliorenditen.
- Der Anstieg der Volatilität war jedoch im Verhältnis zu globalen Krisen (2008, 2020) deutlich geringer.
- Der US Dollar handelte zudem 2018-2019 wenig verändert.
- Anfang 2020 zeigte sich wiederum, dass die Kombination von stark erhöhter Volatilität, Einbrüchen auf den Aktienmärkten und USD-Aufwertung zum Preisrückgang von Gold führen kann.

Quelle: Bloomberg / Auswertung in USD

Gold – Chancen und Risiken

Chancen	Risiken
<p>Portfoliooptimierung durch Beimischung von Goldanlagen durch tiefe oder negative Korrelation zu traditionellen Anlageklassen und entsprechender Verbesserung des Rendite-Risiko Profils.</p>	<p>Vorteilhafte Korrelationseigenschaften können sich über die Zeit verändern. Der Goldpreis ist ebenfalls Schwankungen unterworfen.</p>
<p>Kann in Krisen als Tail-Hedge dienen.</p>	<p>Gold ist kein perfekter Tail-Hedge, es können sich somit trotzdem Verluste einstellen. Preisschwankungen können ebenfalls zu Verlusten führen.</p>
<p>Im Negativzinsumfeld sind die Opportunitätskosten für die Goldhaltung gering.</p>	<p>Gold generiert keine Zahlungsströme – Opportunitätskosten abhängig von den Renditen auf Treasury Bonds.</p>
	<p>Gold ist grundsätzlich in USD gehandelt. Gold kann als eigenständige Währung gesehen werden. Trotzdem kann eine Wechselkursveränderung des USD zu zusätzlichen «Währungsrisiken» führen¹⁾.</p>

1) Im Rahmen des Currency Overlays der sgpk wird der Goldanteil vollumfänglich gegenüber dem USD abgesichert.

Gold – Umsetzung (1)

- Gold kann sowohl **physisch** als auch über **Derivate** umgesetzt werden
 - Die physische Umsetzung kann entweder über Fonds/ETFs (mit physischer Goldhinterlegung) oder die direkte Haltung von Goldbarren (im Tresor) erreicht werden
 - Die Umsetzung bietet etwas höhere Liquidität und kleiner Stückelung (ETF-Anteile vs. Goldbarren)
 - Die physische Umsetzung bei Pictet ist in Bezug auf die Kosten deutlich günstiger als die ETF-Umsetzung
- Wird einem Buy and Hold Ansatz gefolgt, so kann von einem **passiven** Ansatz gesprochen werden
- Die beiden Gold-Umsetzungen machen zusammen nur rund 2% des gesamten Anlagevermögens aus
 - Durch die tiefe Allokation sind die Effekte dieser Umsetzungen auf das Portfolio marginal

Gold – Umsetzung (2) – Wirkung von Allokation in Gold

23.03.2020 16:32	Renditen		Risikomasse			SAA_0	SAA_2	SAA_4
Anlagekategorien	Perspektive	Historisch	Volatilität	VaR	ES	Strategie 1	Strategie 2	Strategie 3
Liquidität	-0.4%	0.9%	1.1%	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
Obligationen CHF	0.1%	3.4%	3.4%	6.6%	7.9%	15.0%	15.0%	15.0%
Obligationen FW Agg	0.2%	3.0%	7.4%	13.6%	16.4%	30.0%	29.0%	28.0%
Aktien Schweiz	4.7%	7.6%	18.4%	35.9%	41.5%	10.0%	10.0%	10.0%
Aktien Welt	4.8%	5.4%	18.4%	33.9%	40.6%	28.0%	27.0%	26.0%
Immobilien Schweiz nicht kotiert	2.8%	5.2%	4.6%	6.2%	7.8%	15.0%	15.0%	15.0%
Gold	-0.1%	3.0%	14.8%	26.1%	31.4%	0.0%	2.0%	4.0%
historische Rendite						4.48%	4.46%	4.44%
Renditeperspektive						2.27%	2.21%	2.16%
Risiko						8.19%	7.98%	7.79%
Value at Risk						15.39%	15.08%	14.67%
Expected Shortfall						18.71%	18.27%	17.85%

- Drei Vergleichsportfolios mit 0%, 2% und 4% Allokation in Gold
- Die Umschichtung erfolgt hälftig aus Obligation FW und Aktien Welt
- Die Renditeperspektive sinkt rund 5 Basispunkte pro 2% Allokation in Gold
- Das Risiko kann durch eine 2% Allokation rund 30-35 Basispunkte gesenkt werden

Gold – Umsetzung (3) – Wirkung von Allokation in Gold – Finanzkrise 2008

Maximaler Drawdown

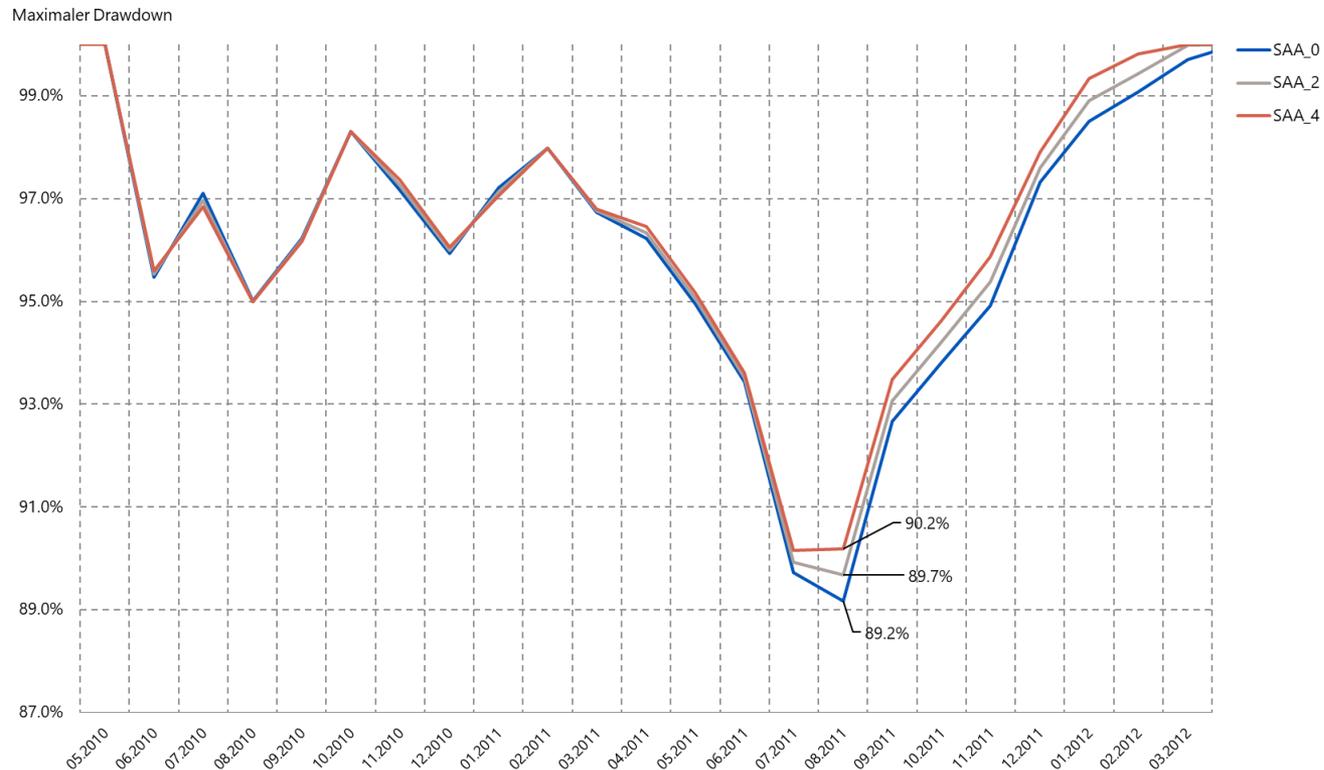


- Durch eine 4% Allokation in Gold kann der maximale Verlust während der Finanzkrise um fast zwei Prozentpunkte verringert werden.

Quelle: Complementa Strategie-Tool – Auswertung in Lokalwahrung (Obligationen FW, Aktien Welt und Gold in USD, Rest in CHF)

Gold – Umsetzung (4) – Wirkung von Allokation in Gold – Eurokrise 2011

Maximaler Drawdown



- Durch eine 4% Allokation in Gold kann der maximale Verlust während der Eurokrise um einen Prozentpunkt verringert werden.

Quelle: Complementa Strategie-Tool – Auswertung in Lokalwahrung (Obligationen FW, Aktien Welt und Gold in USD, Rest in CHF)

Gold – Interne versus externe Bewirtschaftung

Kriterium	Beurteilung	Vorteile für
Kosten	Anlagevolumen von rund CHF 194 Mio. Davon 75% physisch in Tresor der Pictet, Cie eingelagertes Gold mit tiefen Kosten von 2 Bps. Restliche 25% in physischem Gold-ETF der ZKB mit Kosten von 20 Bps.	Externes Management
Möglichkeiten zur Individualisierung	Individualisierung findet auf Stufe der Subkategorie und nicht auf Produktebene statt.	Beide gleichwertig
Expertise	Das Alternativen Anlage Portfolio deckt neben Private Debt auch Infrastruktur, und Gold ab, es macht somit Sinn, sich die Expertise in den einzelnen Feldern von Externen einzuholen.	Externes Management
Risikomanagement / Compliance / Governance	Aktives Risikomanagement durch den passiven Buy and Hold Charakter der Anlageklasse von untergeordneter Bedeutung.	Beide gleichwertig
Exklusiver Zugang zu Transaktionen	Im Zusammenhang mit liquiden Anlagen von untergeordneter Bedeutung	Beide gleichwertig
Interessenkonflikte	Potenzielle Interessenkonflikte durch den passiven Buy and Hold Charakter der Anlageklasse mitigiert.	Beide gleichwertig
Portfoliomanagementressourcen / Infrastruktur	Infrastruktur (z.B. Tresore) für die Verwahrung von physischem Gold bei externem Management bereits vorhanden.	Externes Management
Operationelle Risiken	Müssen, sofern nicht in Verantwortung der Fondsleitung, von sgpk getragen werden, können aber durch geeignete organisatorische Massnahmen minimiert werden.	Externes Management
Fazit: Detaillierte Analyse Vor- und Nachteile ergibt gegeben Anlagevolumen und passivem Verwaltungsstil deutliche Vorteile für externes Management, d.h. Beibehaltung des Status Quo		

Gold – Umsetzung sgpk / Grundlagen

- Die Umsetzung der Subkategorie Gold erfolgt durch nachfolgend Umsetzung:

Kategorie	Volumen in		
	Mio. CHF	Bewirtschaftung	Umsetzungsart
Alternative Anlagen			
CSA Energie-Infrastruktur Schweiz	213.4	extern	aktiv
CS Energie-Infrastruktur Europa	134.7	extern	aktiv
Arcmont Direct Lendig Fund II	23	extern	aktiv
AST Swiss Capital Private Debt I	78.6	extern	aktiv
Committed Capital	63.1	extern	aktiv
Digital Transformation Fund SCS	4.9	extern	aktiv
Physisches Gold - ZKB CIF Physical Gold N	46.6	extern	passiv
Physisches Gold - Tresor bei Pictet, Cie	146.9	extern	passiv

Gold

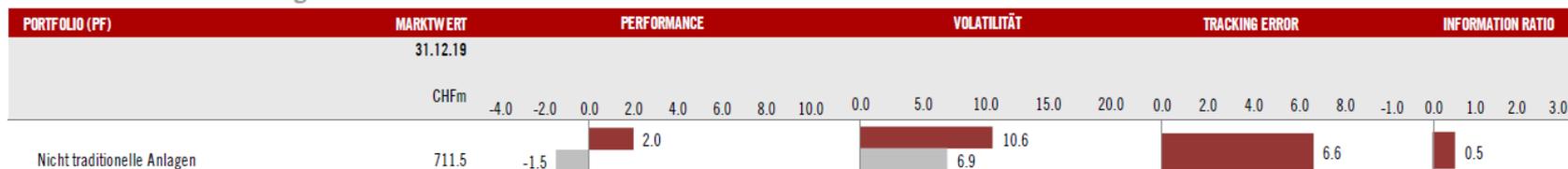
- Die **Bewirtschaftung** erfolgt bei beiden Umsetzungen **extern**
- Die Umsetzung erfolgen bei beiden Umsetzungen **passiv**
 - ZKB ETF mit physischer Goldhinterlegung
 - Goldbaren im Tresor bei Pictet, Cie
- Die Kombination von kostengünstiger Verwahrung bei Pictet, Cie (Goldbarren im Tresor) und liquider Umsetzung mit dem ZKB ETF erscheint nachvollziehbar und sinnvoll.

Gold – Rendite Gesamtsegment

Risiko-Rendite-Analyse - seit Mandatsbeginn, annualisiert | 31.12.2019

PORTFOLIO (PF)	MARKTWERT 31.12.19 CHFm	PERFORMANCE		VOLATILITÄT		SHARPE RATIO		TE %	IR	ALPHA %	BETA
		PF	BM	PF	BM	PF	BM				
		%	%	%	%						
Rohstoffe Gold ETF	46.6	2.50	-2.58	15.5	14.8	0.2	-0.1	10.3	0.5	4.7	0.8
Gold Physisch	146.9	-4.30	-4.51	14.9	14.8	-0.3	-0.3	2.4	0.1	0.2	1.0

Risikokennzahlen seit Beginn | 31.12.2019



Quelle: Pictet STAR – Strategic Asset Reporting für die St. Galler Pensionskasse (sgpk) per 31.12.2019

- **Rendite:** Seit Mandatsbeginn resultiert auf Gold ETF eine annualisierte Rendite von +2.5% und damit eine **annualisierte Outperformance von +5.08%-Punkten**. Das physische Gold erzielte seit Mandatsbeginn eine negative Rendite von -4.3%. Durch die unterschiedlichen Startzeitpunkte macht der direkte Vergleich dieser beiden Zahlen kein Sinn. Zudem wurden die massgebenden Positionen erst ab ca. 2015 aufgebaut, wobei vorher nur Kleinbestände existierten. Ein Performance-Vergleich ist auf der nachfolgenden Folie abgebildet. Es gilt hierbei auch zu beachten, dass sich das Benchmarking bei Alternativen Anlagen schwierig gestalten kann.
- **Risiko:** Seit Mandatsbeginn mit höherem bzw. leicht höherem **Risiko** (Volatilität) als die BM.
- **Effizienz** (Rendite-/Risikoverhältnis): Auf **absoluter Ebene** (Sharpe Ratio) mit gegenüber der Benchmark leicht höherer Effizienz (ETF) bzw. gleicher Effizienz (Physisch). Aufgrund der Charakteristika der Anlageklasse scheint ein Vergleich anhand von Information Ratio und Alpha nicht wirklich zielführend.

Gold – Performances versus Zielrendite

Gold Physisch (2/2)



Rohstoffe Gold ETF (2/2)



Quelle: Sgpk Anlageausschuss 12.02.2020, Seiten 45 & 43

- Als Renditeerwartung besteht eine **Zielrendite von 4.5% p.a.**
- Massgebende Anteile an Gold wurden ab 2015 aufgebaut. Vorher existierten nicht relevante Kleinbestände, weshalb diese in obenstehendem Performance-Vergleich nicht berücksichtigt wurden.
- Die **physische Gold Umsetzung (Tresor bei Pictet, Cie)** konnte seit Anfang 2015 mit einer kum. Performance von 25.98% (~4.7% p.a.) die **Zielrendite übertreffen**.
- Die **Gold ETF Umsetzung** liegt seit Anfang 2016 mit einer kum. Performance von 25.14% (~5.8% p.a.) ebenfalls **über der Renditeerwartung**.

Gold – Gebühren

Passive Umsetzungen:

- Die aktuellen **Umsetzungen der sgpk** im Bereich Gold erfolgen passiv.
- Die **Total Expense Ratio (TER) von 0.02%** des physisch im Tresor bei Pictet, Cie eingelagerten Gold ist im Vergleich zur ETF Umsetzung deutlich günstiger.
- Die **Total Expense Ratio (TER)** der physischen Gold-ETF-Umsetzung ZKB CIF Physical Gold N beträgt **0.2%**. Damit sind dessen Kosten im Vergleich zum physisch im Tresor eingelagerten Gold deutlich höher.

Gold – Fazit

- **Aktiv vs. Passiv:** Die Gold-Umsetzungen erfolgen **passiv** (Buy and Hold). Dies **erscheint** insbesondere unter Berücksichtigung der Rolle des Goldes im Portfoliokontext als **zielführend**.
- **Intern vs. extern:** Eine Analyse der Vor- und Nachteile ergibt bei gegebenem Anlagevolumen **Vorteile für externes Management**. Vorteile insbesondere hinsichtlich der Kosten, Expertise, Ressourcen und operationellen Risiken.
- **Anlageleistung:** Die ETF-Umsetzung seit Mandatsbeginn mit positiven Renditen. Die physische Gold-Umsetzung seit Mandatsbeginn mit negativer Rendite. Die beiden Gold Umsetzungen stellen zusammen nur rund 2% des Portfoliovermögens dar, somit ist der Effekt auf die Gesamtstufe marginal.
- **Anteil am Gesamtportfolio:** Der Anteil der Goldumsetzung am Gesamtportfolio ist gering und damit auch dessen Effekt auf Gesamt-Portfolioebene. Es sollte deshalb eine höhere Allokation von bspw. 4% oder ein allfälliger Verzicht auf die Anlageklasse diskutiert werden.
- **Kosten:** Die Kosten sind insbesondere durch das mehrheitlich (ca. 75%) im Tresor der Pictet, Cie eingelagerte Gold, welche eine TER von 0.02% aufweist, tief gehalten.

Gold – Empfehlung

Empfehlung:

Beibehalten passiven und externes Management, Diskussion der Allokation

Begründung:

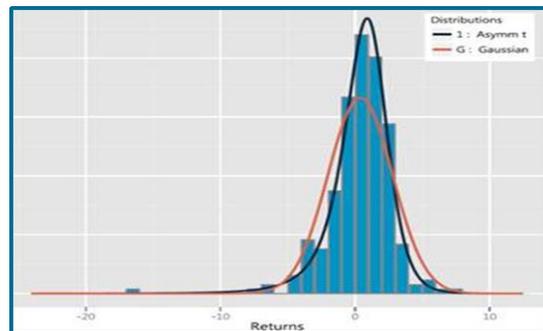
- *Passives Management*
 - *Die passive Goldumsetzung ist zielführend (insbesondere unter Berücksichtigung der Rolle des Goldes im Portfoliokontext) sowie den geringen Kosten*
- *Externes Management*
 - *Verwaltung erfolgte bis dato basierend auf absoluter Rendite grundsätzlich im Rahmen der Erwartungen, wobei der Beitrag auf die Gesamtstufe durch die tiefe Allokation gering ist.*
 - *Die Aufteilung zwischen günstiger Goldverwahrung im Tresor und liquider ETF-Umsetzung erscheint zielführend*
 - *Die Kosten sind insbesondere durch das mehrheitlich (ca. 75%) im Tresor der Pictet, Cie eingelagerte Gold tief gehalten*

3. Anlageklassen im Fokus Teil 2

Alternative Anlagen – Infrastruktur

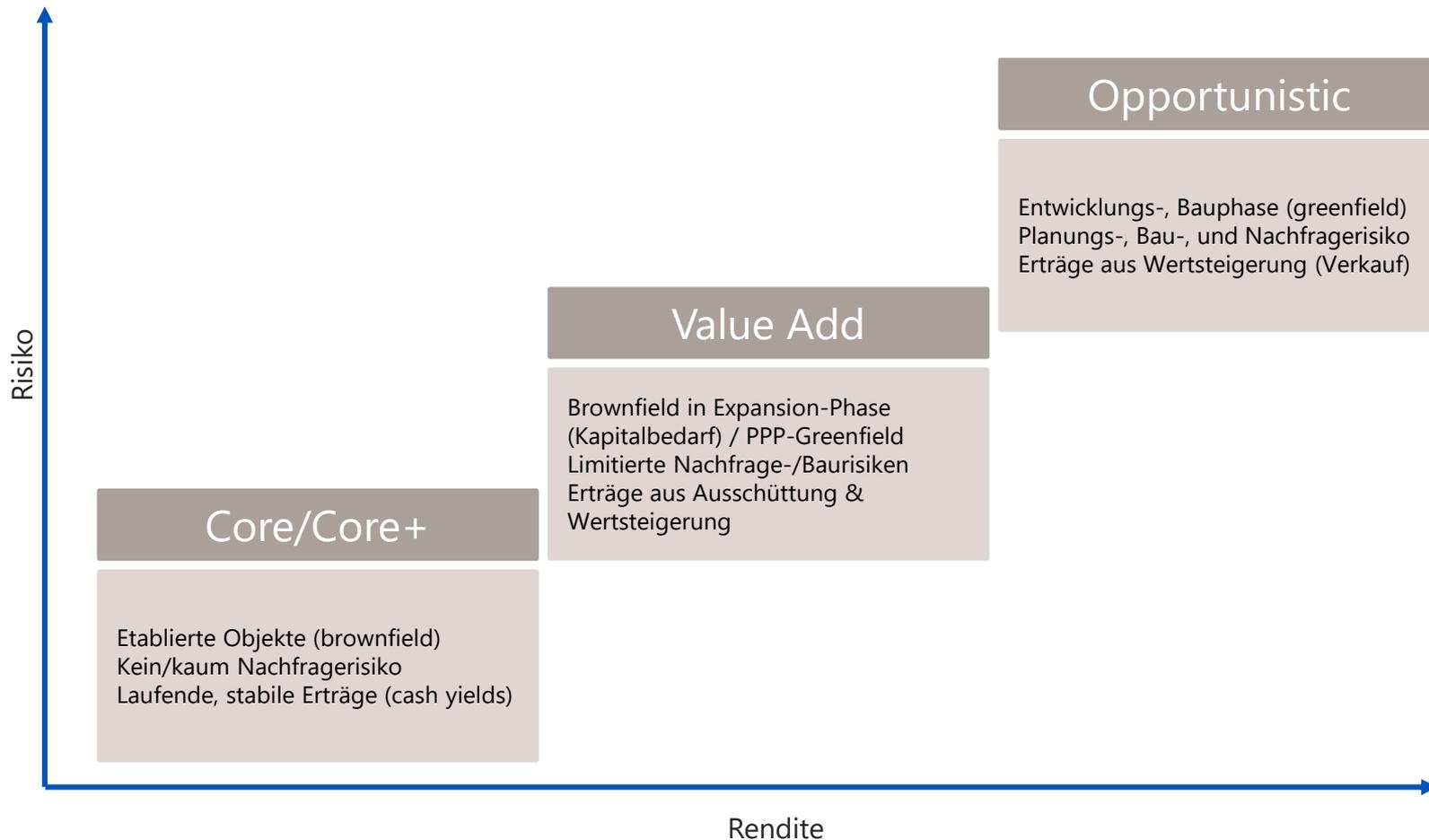
Infrastruktur - Wichtigste Merkmale (1) – Beschreibung der Anlageklasse

Beschrieb



- **Privat finanzierte Investitionen** von projektierten oder bereits bestehenden **Infrastrukturanlagen** wie bspw. Energie- oder Wasserversorgung, Mautstrassen, Flughäfen etc.
- Im Vergleich zu traditionellen Anlagen **deutlich illiquider**
- Infrastrukturanlagen besitzen oft künstliche oder **natürliche Markteintrittsbarrieren** bspw. Vergabe von lfr. Konzessionen
- **Einnahmenmodelle sind reguliert, subventioniert** resp. mit langfristigen Abnahmeverträgen gesichert.

Infrastruktur - Wichtigste Merkmale (2) – Strategien



→ **Core/Core+ Investitionen eignen sich für Investoren, welche relativ sichere, Bond-ähnliche Rendite/Risiko-Eigenschaften suchen.**

Infrastruktur - Wichtigste Merkmale (3) – Sektoren

Wirtschaftliche Infrastruktur			Soziale Infrastruktur
Transport	Energie & Versorgung	Kommunikation	Soziale Einrichtungen
Flughäfen Brücken Parksysteme Häfen Mautstrassen Tunnels	Gasnetze Speichieranlagen Elektrizitätsnetze Stromerzeugung Erneuerbare Energien Wasser & Abwasser	Mobilfunktürme Übertragungsnetze Kabelnetze Satelliten	Gesundheitseinrichtungen Haftanstalten Müllentsorgungsanlagen Stadien



Polizei- und Militärdirektion



→ Aus Diversifikationsgründen empfiehlt sich eine über verschiedene Sektoren übergreifende Allokation.

Quelle: Nest Schweiz & Credit Suisse Asset Management

Infrastruktur - Wichtigste Merkmale (4) – Einnahmenmodelle

	Merkmale
Regulierte Assets	Regulierte Tarife bzw. EBIT, Cost-Plus Vergütungsmodell Hohe Markteintrittsbarrieren Wichtig für Versorgungssicherheit
Contracted Assets	Verträge mit Laufzeiten von z.T. >20 Jahre Stabilisierung der CF und Rendite durch langfristig vereinbarte Volumen/Preise
Subventionierte Assets	Staatlich festgelegte Vergütung Marktpreisrisiken weitgehend abgesichert Unterschiedliche Systeme
Marktorientierte Assets	Anlagen vollständig marktintegriert Volle Preis- und Mengen-Risiken/Chancen

→ Um Risiken zu diversifizieren, sollten verschiedene Einkommensprofile das Investoren-Portfolio prägen. Bei Marktorientierten Anlagen fehlt oft die Infrastrukturcharakteristik.

Infrastruktur - Wichtigste Merkmale (5) – Fondsstrukturen

	Offene Fondsstruktur	Geschlossene Fondsstruktur
Charakteristik	Unbegrenzte Laufzeit	Fixe Laufzeit
Vorteile	<ul style="list-style-type: none"> • Geringe J-Curve • Als Neuinvestor direkt in einem diversifizierten Portfolio • Kein Zwang die Anlagen innerhalb einer bestimmten Zeit zu verkaufen (Ausnahme: substantielle Rücknahmen) 	<ul style="list-style-type: none"> • Investoren haben Kontrolle über Käufe • Entspricht Liquidität der Anlagen (kein Zwangsverkauf um Liquidität zu generieren) • Performance Gebühren basieren auf echter Realisation und nicht auf Bewertungen
Nachteile	<ul style="list-style-type: none"> • Verwässerung der Performance bestehender Investoren durch Transaktionskosten • Bei substantiellen Rücknahmen müssen Anlagen in einer engen Zeitperiode verkauft werden 	<ul style="list-style-type: none"> • Geringe Diversifikation im Aufbau • J-Curve Effekt • Lange Kapitalbindung ohne Möglichkeit der frühzeitigen Rücknahme

→ **Beide Strukturen haben ihre Berechtigung.** Die Wahl der Struktur hängt von den individuellen **Bedürfnissen des Kunden** ab (bspw. wenn Risiko von substantiellen Mittelabflüssen einer Kasse bestehen, sollte eher in eine offene Struktur investiert werden, um die Quote aktiver Steuern zu können, Vintage Diversifikation bei Closed-ended Strukturen notwendig, begrenztes Angebot im open-ended Bereich etc.)

Infrastruktur - Rolle im Portfoliokontext & Chancen und Risiken

Rolle im Portfoliokontext

- Private Equity Infrastruktur wird im Tiefzinsumfeld i.d.R. als Bondersatz mit regelmässigen, stabilen Einnahmen betrachtet.
- Die Infrastruktur Anlageklasse sollte zu diesem Zweck mit einer Core Strategie umgesetzt werden.

Chancen	Risiken
Cash Flows: <ul style="list-style-type: none"> • Langfristig vorhersehbare Cash Flows aus dem operativen Betrieb von Infrastrukturanlagen • Essentielle Dienstleistungen und deshalb tiefe Nachfragevolatilität 	Politische/regulatorische Risiken: <ul style="list-style-type: none"> • Konzessionen können zum Nachteil des Investors geändert werden • Staat hat Einfluss auf die Preissetzung/Einnahmen aus Gebühren • Änderung in der Besteuerung • Öffentliche Akzeptanz der Privatisierung
Diversifikation: <ul style="list-style-type: none"> • Nicht-kotierte Infrastruktur ist historisch gesehen unabhängig von Wirtschaftszyklen • Infrastrukturanlagen weisen historisch betrachtet eine tiefe Korrelation zu Aktien- und Anleihenmärkten auf 	Illiquiditätsrisiko: <ul style="list-style-type: none"> • Langfristige Kapitalbindung • Rücknahmen sind nur beschränkt, wenn nicht komplett unmöglich • Illiquidität der Anlage erhöht Manager-Risiko (ist der Investor investiert, kann dies für Jahre nicht mehr rückgängig gemacht werden)
Inflationsschutz: <ul style="list-style-type: none"> • Die Umsätze zahlreicher globaler Infrastrukturunternehmen beruhen in der Regel auf Preisformeln, die es diesen Firmen erlauben, die Preise ihrer Dienstleistungen an die Inflation anzupassen 	Geschäfts/Betriebsrisiko: <ul style="list-style-type: none"> • Viele Infrastrukturprojekte sind irreversibel und haben keinen anderen Verwendungszweck • Geschäftsrisiken durch schlechtes Management / neue Konkurrenz

Infrastruktur – Aktiv versus Passiv / Intern versus Extern

Aktiv versus Passiv

- Infrastrukturanlagen können nur in Form von kotierten Infrastrukturaktien passiv umgesetzt werden. Diese sind jedoch volatil und lassen sich nur beschränkt als Bondersatz einsetzen.
- Private Infrastructure ist eine Form von Private Finance – nicht öffentlich zugänglich (privaten) und nicht börslich geregelter Kapitalmarkt – dies ist mit tieferer Liquidität und geringerer Transparenz verbunden (z.B. im Vergleich zu Aktienmärkten)
- Eine Anlage im Bereich privater Infrastruktur erfolgt somit **grundsätzlich aktiv**
- Eine strenge Selektion der Anlageverantwortlichen ist aufgrund der Kapitalbindung und des langen Anlagehorizonts von grösster Bedeutung

Intern versus Extern

- Internes Management ist nur bei einem sehr hohen Investitionsvolumen mit entsprechendem Aufbau von Ressourcen und Kompetenzen zweckmässig
- Bei der aktuellen Quote für Infrastrukturanlagen sowie bei gegebenen Ressourcen ist deshalb ein externes Management zu favorisieren

Infrastruktur-Portfolio der St. Galler Pensionskasse

Aktuell hat die St. Galler Pensionskasse rund CHF 350 Mio. CHF in private Infrastrukturanlagen investiert. Dies entspricht einer Quote von rund 3.5% in Bezug auf das Gesamtvermögen.

CS Anlagestiftung – Energie Infrastruktur Schweiz

- Investiert in bestehende Energieinfrastruktur in der Schweiz
- Langfristige Investments mit überwiegend regulierten oder vertraglich gesicherten Cashflows
- Defensives Rendite-/Risiko-Profil (Core-Strategie)
- Unbegrenzte Anlagehorizont (open-ended Fonds, ohne fixe Laufzeit)

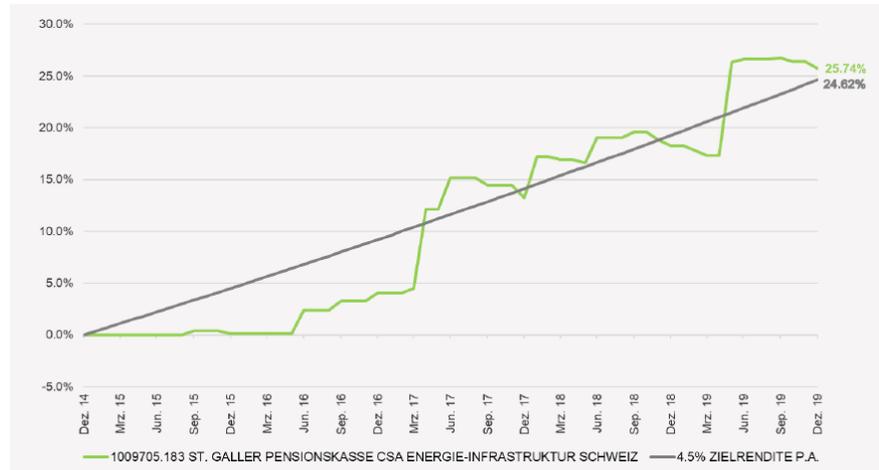
CS Energie Infrastruktur Europa

- Investiert in bestehende Energieinfrastruktur in Europa
- Langfristige Investments mit überwiegend regulierten oder vertraglich gesicherten Cashflows
- Defensives Rendite-/Risiko-Profil (Core-Strategie)
- Begrenzte Laufzeit (closed-ended Struktur mit 25 Jahren Laufzeit + optionale Verlängerung um 5 Jahre)

→ Das aktuelle Portfolio der sgpk weist eine Konzentration im Bereich der Energie Infrastruktur aus. Die aktuellen Investitionen decken ausschliesslich den europäischen Markt ab.

Beurteilung der Anlageleistung & Kosten des aktuellen Infrastrukturportfolios

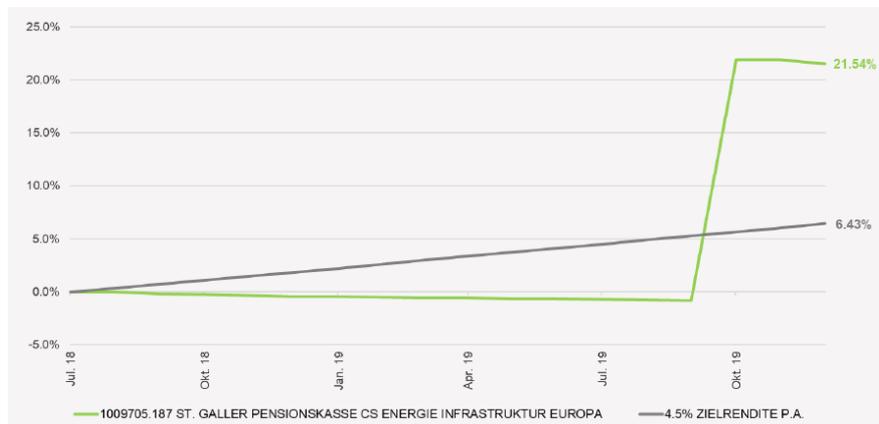
CSA Energie Infrastruktur Schweiz



Die Umsetzung konnte die absolut definierte Zielrendite von 4.5% p.a seit Investitionsbeginn leicht übertreffen. Die TER von 1.25% liegt in etwa bei demjenigen grosser Fonds (1.0 – 1.5%, ohne Performance Fee).

Unklar ist für Complementa die Zusammensetzung der TER (Anteil Management Fee, Expenses & Performance Fee), welche für die Beurteilung der Kosten relevant ist.

CS Energie Infrastruktur Europa



Eine Beurteilung der Anlageleistung beim CS Energie Infrastruktur Europa ist angesichts der kurzen Laufzeit noch nicht möglich.

Die TER von 2.75% ist (aktuell, vermutlich aufgrund starker Performance) relativ hoch.

Unklar ist für Complementa die Zusammensetzung der TER (Anteil Management Fee, Expenses & Performance Fee), welche für die Beurteilung der Kosten relevant ist.

Infrastruktur – Fazit

- **Aktiv vs. Passiv:** Investitionen in private Infrastruktur erfolgen grundsätzlich aktiv (passive Umsetzung nur mittels kotierten Infrastrukturaktien möglich). Die aktive Umsetzung sollte beibehalten werden.
- **Intern vs. extern:** Internes Management ist nur bei einem sehr hohen Investitionsvolumen mit entsprechendem Aufbau von Ressourcen und Kompetenzen zweckmässig. Gegeben der aktuellen Situation ergeben sich deshalb Vorteile für das externe Management.
- **Allokation:** Die Allokation in Infrastrukturanlagen beträgt rund 3.5%.
- **Anlageleistung:** Die Anlage CSA Energie Infrastruktur Schweiz ist auf Kurs. Die Anlageleistung des CS Energie Infrastruktur Europa kann aufgrund der kurzen Laufzeit noch nicht beurteilt werden. Das aktuelle Portfolio weist eine Konzentration auf den Sektor Energie aus.
- **Kosten:** Die Kosten der aktuellen Anlagen lassen sich auf Basis des aktuellen Informationsstandes der Complementa noch nicht abschliessend beurteilen.

Infrastruktur – Empfehlung

Empfehlung:

Beibehalten aktives und externes Management, Überprüfen der Konzentrationsrisiken im aktuellen Portfolio (Energie, ausschliesslich Europa)

Begründung:

- *Aktives Management*
 - *Investitionen in private Infrastruktur erfolgen grundsätzlich aktiv (passive Umsetzung nur mittels kotierten Infrastrukturaktien möglich)*
- *Externes Management*
 - *Internes Management ist nur bei einem sehr hohen Investitionsvolumen mit entsprechendem Aufbau von Ressourcen und Kompetenzen zweckmässig.*
- *Umsetzung*
 - *Weitere Diversifikation über verschiedene Sektoren & in den amerikanischen Markt kann die Konzentrationsrisiken reduzieren*

3. Anlageklassen im Fokus Teil 2

Immobilien

3. Anlageklassen im Fokus Teil 2

Immobilien – Immobilien

Beschreibung der Anlagekategorie Immobilien

- Im Rahmen der Anlageklasse Immobilien hält der Investor Anteile an einem physischen Objekt, namentlich an einem Gebäude.
- Ertragsquellen sind Einnahmen aus der Vermietung der Objekte sowie Wertsteigerungen resultierend aus Marktbewegungen und/oder wertsteigernden Aktivitäten wie Neubau und Renovationen.
- Aufgrund der Standortgebundenheit sind Immobilien stark an den lokalen Markt geknüpft.
- Mit einem durchschnittlichen Anteil von rund 20% stellen Immobilien einen essentiellen Bestandteil der Anlagestrategie von Schweizerischen Vorsorgeeinrichtungen dar.
- Dagegen sind Investitionen in ausländische Immobilien wesentlich weniger verbreitet.

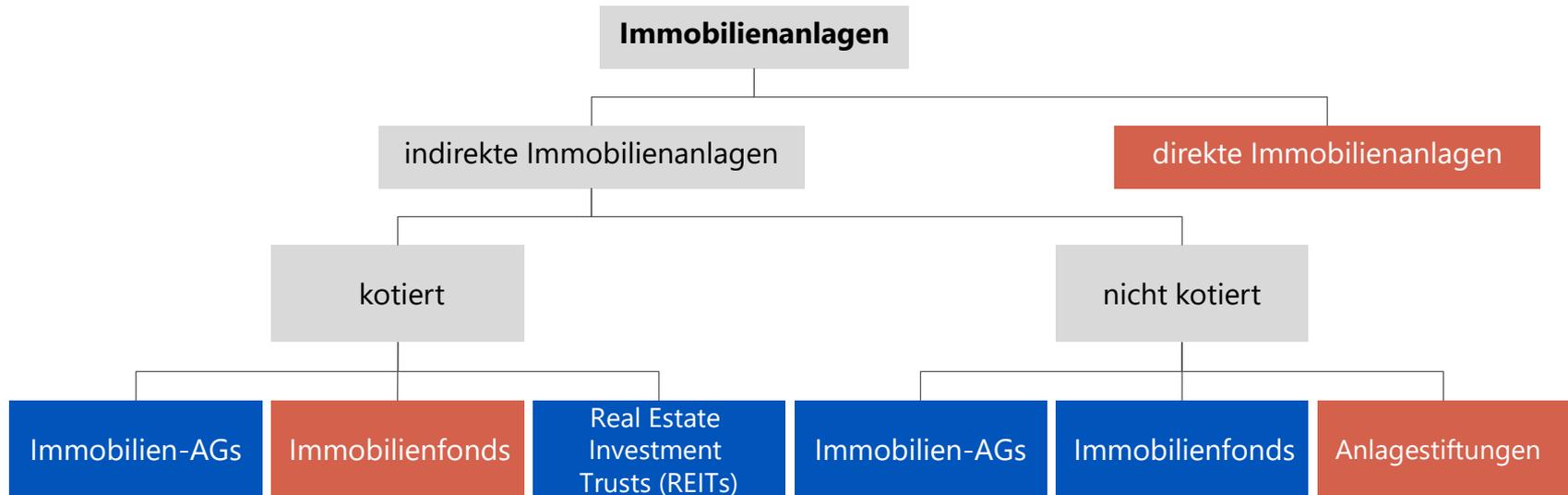
Subsegmente: Grundlegende Klassifizierung

- Immobilienanlagen können nach verschiedenen Kriterien klassifiziert werden. Dazu gehören insbesondere
 - Die gewählte Umsetzungsform
 - Die verfolgte Strategie
 - Die investierte Region
 - Die betroffene Nutzungsart
 - Etc.
- Die gewählte Ausprägung bei jeder dieser Dimensionen bestimmt massgeblich das Profil der Anlage mit, das sich charakterisieren lässt über
 - Die (langfristige) Renditeperspektive
 - Das zu Grunde gelegte Anlagerisiko
 - Die Korrelationen zu weiteren Anlagekategorien (inner- und ausserhalb der Immobilien)
 - Weitere Charakteristika wie Liquidität, Zyklizität, etc.
- Im Grundsatz unterscheidet Complementa die folgenden Hauptkategorien:
 - Immobilien Schweiz nicht kotiert (direkt/Anlagestiftungen)
 - Immobilien Schweiz kotiert (kotierte Immobilienfonds)
 - Immobilien-Aktien Schweiz
 - Immobilien Welt nicht-kotiert («unlisted real estate»)
 - Immobilien Welt kotiert (REITS)

Anlageuniversum

	Kotierte Immobilienaktien (SIX & BX)	Kotierte Immobilienfonds (SIX & BX)	Nicht kotierte Immobilienaktien (BEKB OTC)	Nicht kotierte Immobilienfonds (BEKB OTC)	Anlagestiftungen (KGAST)
Anzahl Titel	ca. 21	ca. 34	ca. 24	ca. 20	ca. 33
Markt-kapitalisierung	> CHF 17 Mrd.	> CHF 40 Mrd.	> CHF 1 Mrd.	> 8 Mrd.	> CHF 41 Mrd.
Ø Fremd-Finanzierung	ca. 43%	ca. 19%	n/a	ca. 11%	ca. 8%
Sektorfokus	Tendenziell kommerziell	Tendenziell Wohnen	Gemischt	Tendenziell kommerziell	Tendenziell Wohnen
Regionenfokus	Ganze Schweiz	Ganze Schweiz	Deutschschweiz	Ganze Schweiz	Ganze Schweiz
Aufsicht/Regulierung	BEHG / OR	KAG / FINMA	OR	KAG / FINMA	BVV2 / ASV / OAK BV
Handel	Sekundärmarkt	Sekundärmarkt	Oft OTC	Oft OTC	Zeichnungen/ Rücknahmen
Investoren-kreis	Private / Institutionelle	Private / Institutionelle	Private / Institutionelle	Institutionelle	Steuerbefreite Vorsorge- einrichtungen

Anlageuniversum



Umsetzung der sgpk

Die aktuellen Anlagen der St. Galler Pensionskassen (sgpk) im Immobilienbereich

	Nicht-kotierte Immobilien		Kotierte Immobilien	
	Direkt	Indirekt AST	Indirekt Fonds passiv	Indirekt Fonds aktiv
Marktwert	CHF 1'131.2 Mio.	CHF 105.1 Mio.	CHF 103.7 Mio.	CHF 45.1 Mio.
Anteil am Immobilienportfolio	82%	8%	7%	3%
Anteil am Gesamtvermögen	11.3%	1.0%	1.0%	0.5%
Umsetzung (intern/extern)	Intern	Extern	Extern	Extern
Umsetzung (aktiv/passiv)	Aktiv	Aktiv	Passiv	Aktiv

- Die sgpk setzt die Anlagen Immobilien Schweiz sowohl kotiert als auch nicht kotiert um. Die nicht-kotierten resp. NAV-basierten Anlagen machen rund 90% des Portfolios aus. 10% wird in kotierte Anlagen, resp. ausserbörslich gehandelte Immobilienfonds investiert.
- Es stellen sich folgende Fragen:
 1. **Nicht-kotierte Anlagen:** Lohnt sich eine Inhouse Umsetzung im Vergleich zu den indirekten Kollektivanlagen? (intern vs. extern)
 2. **Kotierte Anlagen:** Lohnt sich eine Beimischung von kotierten/ausserbörslich gehandelten Immobilienfonds?
 3. **Kotierte Anlagen:** Sollen die Immobilienfonds aktiv/passiv oder wie bisher gemischt umgesetzt werden?

1. Nicht-kotierte Anlagen: Lohnt sich eine Inhouse Umsetzung im Vergleich zu den indirekten Kollektivanlagen? (intern vs. extern)

Kriterien	Beschreibung	Score
Objektdiversifikation	74 Objekte inkl. Projektentwicklungen, Baulandreserven etc.	●
Mieterdiversifikation	Sehr hohe Mieterdiversifikation, grösster Mieter entspricht 3.2% der Netto-Mieten ohne Nebenkosten	●
Diversifikation Nutzung	Schwergewicht im weniger konjunktursensitiven Wohnbereich, geringer Anteil im vom Strukturwandel bedrohten Verkauf	●
Diversifikation Geografie	Vergleichsweise hohe Konzentration im eigenen Heimkanton der Versicherten, Schwachstelle bekannt und Mitigierungs-Massnahmen ergriffen	◆
Portfolio: Lage & Objektqualität	Die Lage- und Objektqualität des Portfolios wird von Wüest Partner als gut beurteilt.	●

Legende: ● Gut ◆ Beobachten ■ Handlungsbedarf

1. Nicht-kotierte Anlagen: Lohnt sich eine Inhouse Umsetzung im Vergleich zu den indirekten Kollektivanlagen? (intern vs. extern)

Kriterien	Beschreibung	Score
Portfolio: Leerstände	Gegenüber den indirekten Kollektivanlagen (Anlagestiftungen, Immobilienfonds) sehr geringe Leerstände	●
Portfolio: Leverage	Die direkten Immobilien werden ohne Fremdfinanzierung behalten. Risiken in der Kapitalstruktur folglich geringer als bei indirekten Gefässen	●
Portfolio: Rendite	Die Anlagerendite des Portfolios übertraf diejenige der Anlagestiftungen (KGAST Index Gesamt) in den letzten 4 Jahren. Seit Lancierung lässt sich ebenfalls einen Vorsprung feststellen.	●
Kosten	Das Total Expense Ratio der Direktanlagen der sgpk ist tiefer als dasjenige des Vergleichsindex (KGAST)	●

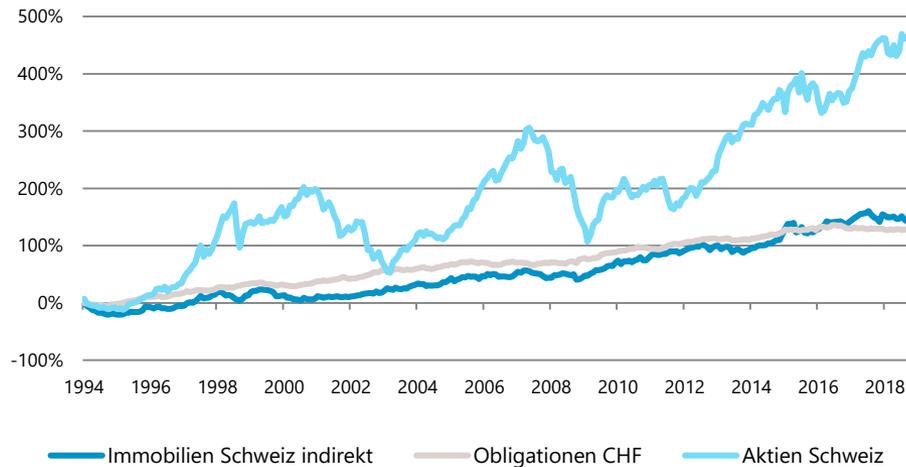
→ **Das Direktanlagenportfolio der St. Galler Pensionskasse ist breit diversifiziert (Ausnahme: regionale Allokation), weist hervorragende Portfoliocharakteristiken auf (bspw. Leerstandsquote) und konnte in der Vergangenheit die Peer-Group (KGAST Index) stets übertreffen, dies bei geringeren Kosten.**

→ **Deshalb besteht aus Sicht Complementa hinsichtlich der Inhouse Umsetzung von Direktanlagen kein Handlungsbedarf, d.h. Beibehaltung des Status Quo.**

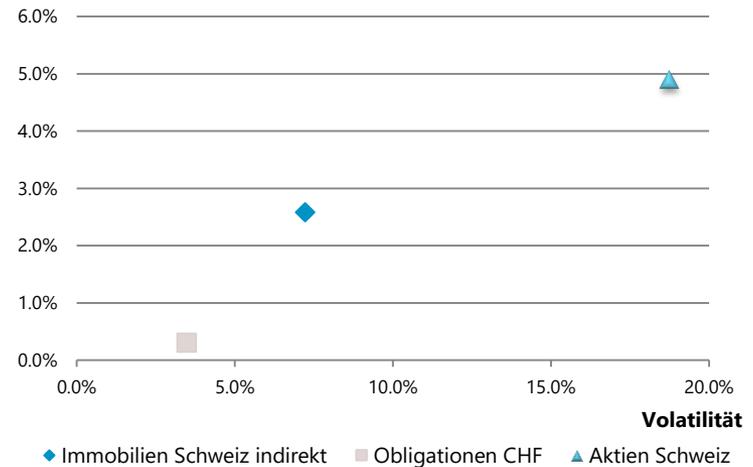
→ Die extern verwalteten Anlagestiftungen sind auf Basis des aktuellen Informationsstandes der Complementa nicht beurteilbar. Welche Investitionen wurden getätigt? Was sind die Hintergründe für die Beimischung der Anlagestiftungen?

2. Lohnt sich eine Beimischung von kotierten/ausserbörslich gehandelten Immobilienfonds? – Eigenschaften von kotierten Immobilienfonds

Kumulierte Rendite



Renditeperspektive

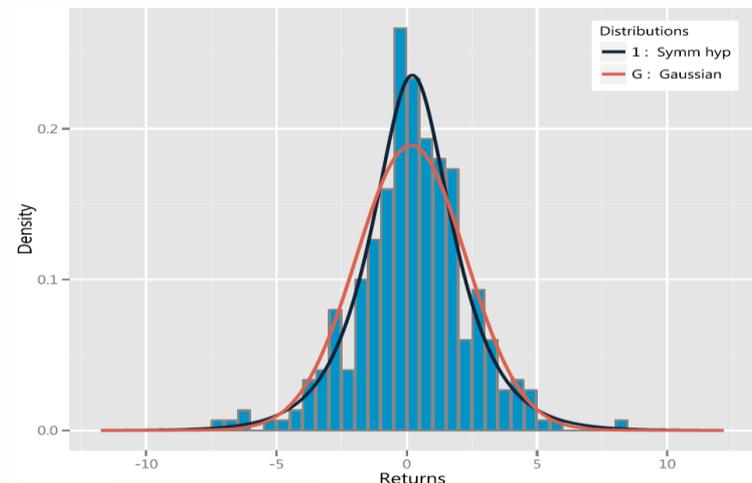


Kennzahlen

1994-2018 in CHF p.a.	Immobilien Schweiz indirekt	Obligationen CHF	Aktien Schweiz
Hist. Rendite	3.55%	3.39%	6.76%
Renditeperspektive	2.58%	0.31%	4.90%
Volatilität	7.22%	3.48%	18.76%
Performance Ratio (Renditeperspektive / Volatilität)	0.36	0.09	0.26
Value at Risk (97.5%)	11.51%	6.48%	37.88%
Max. Drawdown	-21.85%	-4.90%	-49.40%
Recovery Period (in Monaten)	28	6	33
Korrelation zu Obligationen CHF*	0.30	1.00	-0.04
Korrelation zu Aktien Schweiz*	0.27	-0.04	1.00
Schiefe*	0.13	0.14	-0.77
Excess Kurtosis*	1.10	0.40	1.38

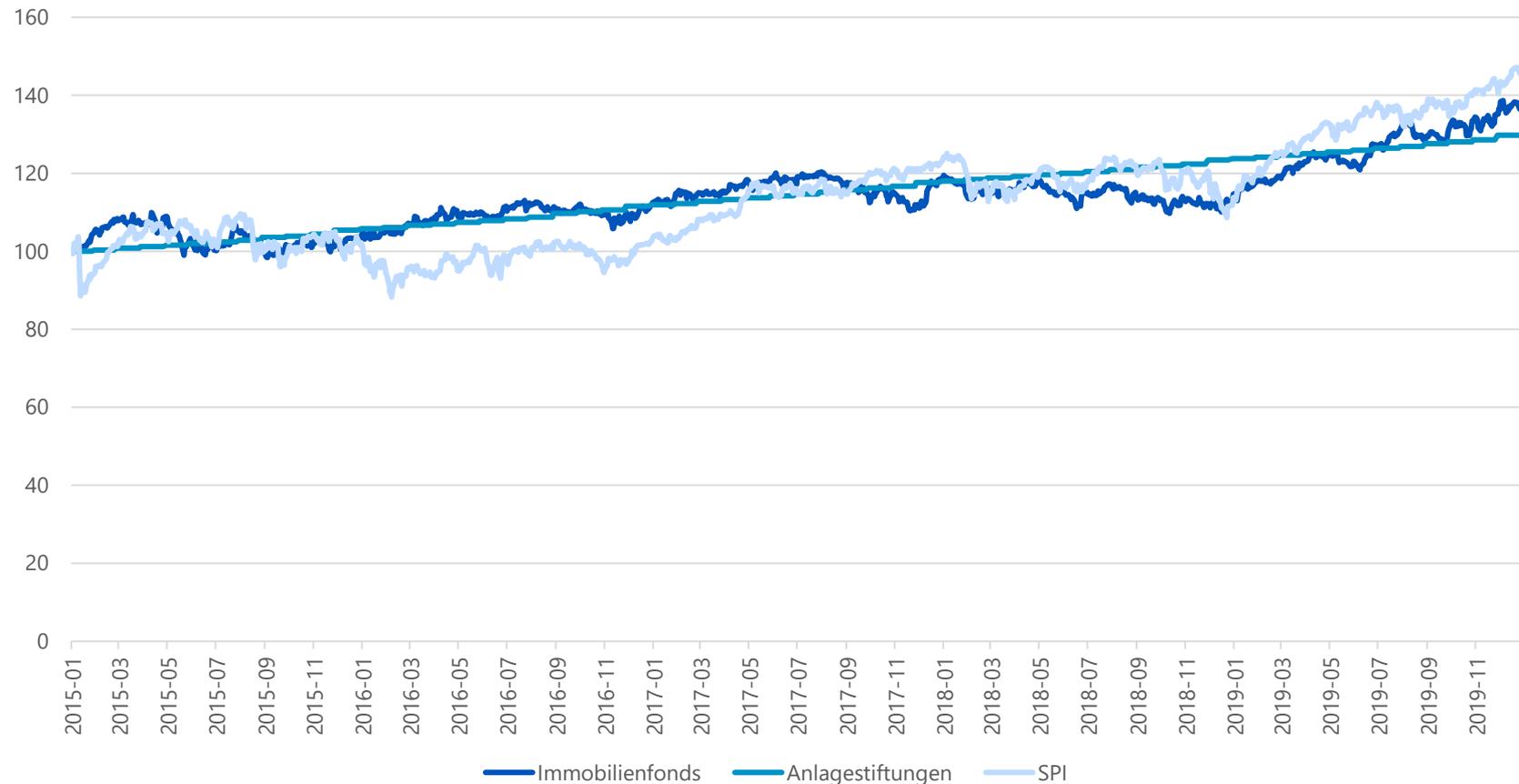
* Basierend auf monatlichen Renditen

Histogramm der monatlichen Renditen



2. Lohnt sich eine Beimischung von kotierten/ausserbörslich gehandelten Immobilienfonds? – Eigenschaften von kotierten Immobilienfonds

Total Return der Immobilien Subsegmente über 5 Jahre im Vergleich zum SPI



→ Immobilienfonds sind volatil als nicht-kotierte Immobilienanlagen, erwirtschaften jedoch in positiven Marktphasen höhere Renditen als nicht-kotierte Anlagen.

2. Lohnt sich eine Beimischung von kotierten/ausserbörslich gehandelten Immobilienfonds? – Eigenschaften von kotierten Immobilienfonds

Korrelationstabelle, Dezember 2018 – Dezember 2019

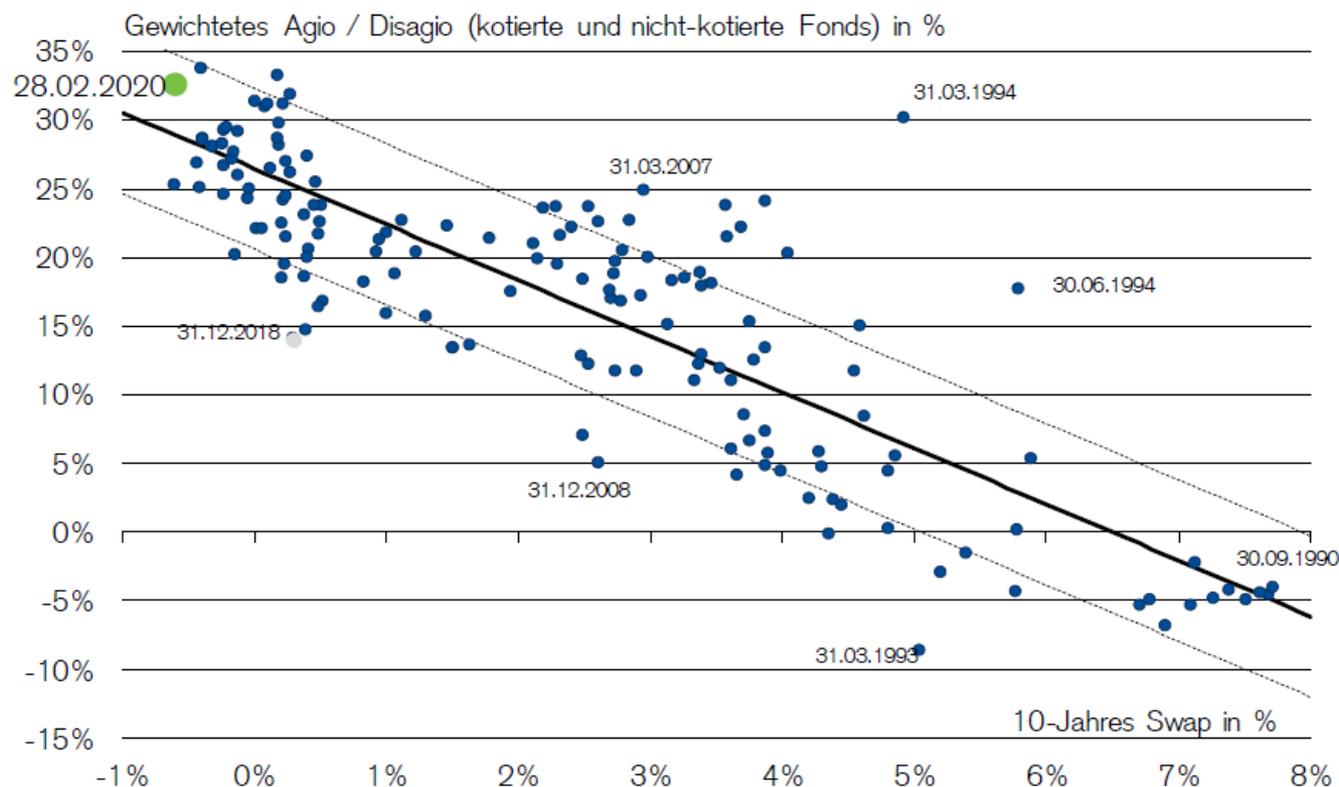
	Obligationen CHF	Aktien Schweiz	Immobilien Schweiz nicht-kotiert	Immobilien Schweiz kotiert
Obligationen CHF	1.00			
Aktien Schweiz	-0.20	1.00		
Immobilien Schweiz nicht-kotiert	0.17	-0.59	1.00	
Immobilien Schweiz kotiert	-0.21	0.59	-0.22	1.00

Korrelationstabelle, Dezember 2014 – Dezember 2019

	Obligationen CHF	Aktien Schweiz	Immobilien Schweiz nicht-kotiert	Immobilien Schweiz kotiert
Obligationen CHF	1.00			
Aktien Schweiz	-0.20	1.00		
Immobilien Schweiz nicht-kotiert	-0.13	-0.18	1.00	
Immobilien Schweiz kotiert	0.05	0.29	0.06	1.00

→ Immobilienfonds weisen in der kurzen Frist eine hohe Korrelation zu Aktien aus, während die Korrelation zu nicht-kotierten Immobilien gering ist. Je länger der Betrachtungshorizont, desto geringer die Korrelation zu Aktien und desto höher die Korrelation zu den nicht-kotierten Immobilienanlagen .

2. Lohnt sich eine Beimischung von kotierten/ausserbörslich gehandelten Immobilienfonds? – Eigenschaften von kotierten Immobilienfonds



Quelle: Credit Suisse AG, Datastream, Jahres- und Halbjahresberichte der Fonds
 Letzter Datenpunkt: 28.02.2020

Die Grafik zeigt den Zusammenhang zwischen dem langfristigen Zinsniveau (horizontale Achse) und dem durchschnittlichen Agio aller Immobilienfonds seit 1990 auf Ende des jeweiligen Quartals. Je tiefer das Zinsniveau, desto höher fällt in der Regel das Agio aus. Neben den Zinsen gibt es selbstverständlich noch andere Einflussfaktoren (Nachfragesentiment, neue Produkte, Steuervorteile, etc.).

→ Immobilienfonds sind sehr zinssensitiv.

2. Lohnt sich eine Beimischung von kotierten/ausserbörslich gehandelten Immobilienfonds? – Chancen/Risiken

Chancen

- Hohes Renditepotential in aufwärtsbewegenden Märkten
- Ermöglicht eine taktische Steuerung der Anlagekategorie Immobilien Schweiz durch Liquidität

Risiken

- Vergleichsweise hohe Volatilität
- Hohe Korrelation zu Aktien in der kurzen Frist und somit starkes Korrekturrisiko in anspruchsvollen Zeiten
- Hohe Zinssensitivität

→ Die Beimischung von kotierten Immobilienanlagen sollte diskutiert werden. Nach Ansicht der Complementa lohnt sich eine Beimischung von kotierten Immobilien nur, wenn die angestrebte Immobilienquote aufgrund der Knappheit der nicht-kotierten Anlagen nicht erreicht werden kann oder wenn diese explizit zur taktischen Steuerung eingesetzt werden.

3. Kotierte Immobilienfonds: Aktiv oder passiv? (1/4)

01.01.2019 – 31.12.2019

Fonds	Netto-Rendite ¹	Standardabweichung	Efficiency Ratio ²	Tracking Error
CSIMF Swiss REBI Estate Securities EB	21.98%	6.62%	3.05%	0.68%
Pictet CH I-Swiss Real Est Fds I CHF	20.07%	6.74%	2.77%	0.07%
SF Property Swiss Real Estate Fd Sel I	19.41%	6.00%	3.01%	1.49%
UBS (CH) IF Swiss Real Estate Sel II IA3	20.64%	6.69%	2.86%	0.39%
SXI Real Estate Funds Broad TR CHF	20.67%	6.79%	2.82%	

01.01.2017 – 31.12.2019

Fonds	Netto-Rendite ¹	Standardabweichung	Efficiency Ratio ²	Tracking Error
CSIMF Swiss REBI Estate Securities EB	8.35%	6.47%	1.28%	0.80%
Pictet CH I-Swiss Real Est Fds I CHF	6.36%	6.78%	0.94%	0.06%
SF Property Swiss Real Estate Fd Sel I	6.77%	6.26%	1.08%	1.08%
UBS (CH) IF Swiss Real Estate Sel II IA3	7.25%	6.74%	1.07%	0.36%
SXI Real Estate Funds Broad TR CHF	6.79%	6.82%	1.00%	

- 1) Höchste Share Class mit Management Gebühren
- 2) Efficiency Ratio = Netto-Rendite / Standardabweichung

Quelle: Morningstar, Fonds mit Benchmark SXI Real Estate Funds Broad

3. Kotierte Immobilienfonds: Aktiv oder passiv? (2/4)

01.01.2015 – 31.12.2019

Fonds	Netto-Rendite ¹	Standardabweichung	Efficiency Ratio ²	Tracking Error
CSIMF Swiss REBI Estate Securities EB	7.95%	7.03%	1.13%	1.13%
Pictet CH I-Swiss Real Est Fds I CHF	5.85%	7.39%	0.81%	0.81%
SF Property Swiss Real Estate Fd Sel I	6.09%	6.98%	0.88%	0.92%
UBS (CH) IF Swiss Real Estate Sel II IA3	6.92%	7.19%	0.97%	0.97%
SXI Real Estate Funds Broad TR CHF	6.27%	7.43%	0.86%	

→ **Die Fonds der Credit Suisse sowie der UBS konnten eine passive Umsetzung auf Basis der Nettorenditen, der Volatilität und des Efficiency Ratios über alle drei Perioden übertreffen. Erfahrungen der Complementa zeigen zudem, dass auch günstige Mandatslösungen die Benchmark (d.h. passive Umsetzung) langfristig übertreffen können.**

→ Die sgpk setzt bewusst im Immobilien-Bereich keine Immobilien-Aktien mehr um. Das Gefäss der Credit Suisse beinhaltet jedoch Immobilien-Aktien (rund 40%), da es sich am SXI Real Estate Index orientiert.

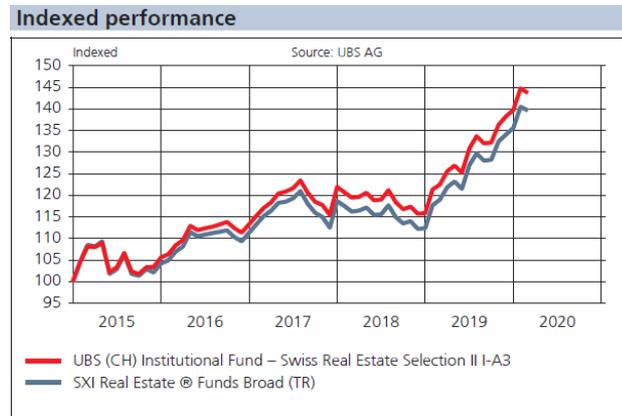
1) Höchste Share Class mit Management Gebühren

2) Efficiency Ratio = Netto-Rendite / Standardabweichung

Quelle: Morningstar, Fonds mit Benchmark SXI Real Estate Funds Broad

3. Kotierte Immobilienfonds: Aktiv oder passiv? (3/4)

UBS IF – Swiss Real Estate Selection II I-A3



Past performance is no guarantee of future trends. The performance shown does not take account of any commissions and costs charged when subscribing to and redeeming units.

Die aktiv verwalteten Fonds der UBS und der CS konnten den Vergleichsindex seit Auflage der Fonds übertreffen. Zu beachten ist, dass der Fonds der CS auch zu einem kleinen Teil in Immobilienaktien investieren kann.

CSIMF Swiss Real Estate Securities EB

Kumulierte Performance

	Fondswährung	Datum	1 M.	3 M.	6 M.	1 J.	3 J.	5 J.	S.I
CSIMF Swiss Real Estate Securities EB	CHF	28.02.2020	-0.59%	4.39%	9.53%	18.95%	26.75%	38.74%	110.25%
SXI Real Estate Funds Broad (TR)	CHF	28.02.2020	-0.62%	4.15%	9.06%	17.34%	21.23%	28.67%	83.51%

Immobilien – Fazit

- **Diskussion Beimischung kotierte Immobilienfonds:** Aufgrund der Charakteristiken der kotierten Immobilienfonds sollte diskutiert werden, ob diese beibehalten werden sollen. Im Vergleich zu nicht-kotierten Anlagen sind diese deutlich volatil, weisen eine sehr hohe Zinssensitivität auf (auch kurzfristig) und korrelieren in der kurzen Frist stark mit Aktien.
- **Aktiv vs. Passiv:** Investitionen in nicht-kotierte Immobilien erfolgen per Definition aktiv. Die passive Umsetzung der kotierten Immobilienfonds sollte zu Gunsten einer aktiven Umsetzung überprüft werden, sofern der Stiftungsrat sich für eine Beibehaltung der Sub-Anlageklasse entscheidet.
- **Intern vs. extern:** Das intern verwaltete Direktanlagenportfolio sollte beibehalten werden. Gegeben der Ressourcen der sgpk ist die externe Verwaltung der kotierten Immobilienfonds zweckmässig.
- **Anlageleistung:** Die Direktanlagen weisen eine hervorragende Anlageleistung aus. Die Anlageleistung der Anlagestiftungen ist auf Basis des aktuellen Informationsstandes der Complementa nicht beurteilbar. Die Anlageleistung der passiven Immobilienfonds ist benchmarkkonform.
- **Kosten:** Die Kosten der Immobilien Direktanlagen sind kompetitiv.

Immobilien – Empfehlung

Empfehlung:

Beibehalten Direktanlagen, Überprüfung der Beimischung kotierter Immobilien-Fonds, bei Beibehaltung der kotierten Immobilienfonds: Überprüfung der passiven Umsetzung zu Gunsten einer aktiven Umsetzung

Begründung:

- *Beimischung kotierte Immobilienfonds*
 - *Nutzen der Beimischung kotierter Immobilienanlagen aufgrund deren Charakteristiken beschränkt, sofern diese nicht zur Erreichung der Immobilienquote aufgrund der Knappheit der nicht-kotierten Immobilien genutzt werden und/oder zur aktiven taktischen Steuerung der Anlagekategorie*
- *Aktives Management*
 - *Risikoadjustierte Outperformance von aktiv verwalteten Fonds, welche in aktive Immobilienfonds investieren*
- *Internes Management*
 - *Internes Management der Direktanlagen hat sich bewährt*

3. Anlageklassen im Fokus Teil 2

Immobilien – Hypotheken

Hypotheken – Wichtigste Merkmale

- **Hypotheken als Anlagekategorie**

- Die **Anlagekategorie** besteht aus **grundpfandbesicherten Forderungen**.
- Ähnlich wie bei den Obligationen sind vor allem **Zins- und Schuldnerisiken** relevant.
- Durch die regelmässige Amortisation, resp. Rückzahlung passt sich ein Teil des Hypothekarportfolios kontinuierlich dem aktuellen Zinsniveau an, was einen gewissen **Schutz gegenüber steigenden Zinsen** bietet.
- Bei Hypothekenfonds ist **Diversifikation** über verschiedene Dimensionen möglich:
 - Regionen
 - Laufzeiten
 - Schuldner
 - Objektarten

Hypotheken – Wichtigste Merkmale

- **Hypotheken als Anlagekategorie bieten:**
 - **Sicherheit:** Die Anlagekategorie besteht aus grundpfandbesicherten Forderungen. Sie verzeichnen eine **tiefe historische Verlustrate**.
 - Eine **Alternative zu Obligationen:** vor allem in Krisenzeiten.
 - Eine **Tiefe Zinssensitivität**.
 - **Diversifikation** im Gesamtportfolio
 - **Diversifikation** innerhalb der Anlagekategorie

Hypotheken – Rolle in der Anlagestrategie bzw. Portfoliokontext

- **Gründe für den Einbezug in ein diversifiziertes Portfolio**
 - **Diversifikation** auf Stufe Gesamtportfolio als auch innerhalb der Anlageklasse Obligationen durch Beimischung einer defensiven Subanlageklasse.
 - Streuung der **Gegenparteirisiken** (einzelne Kreditnehmer).
 - Reduktion der **Zinsrisiken** durch die in der Regel kurze Duration der Umsetzungen.
 - Attraktives **Rendite-/Risikoprofil** im Vergleich zu Obligationen gleicher Laufzeit. **Mehrertrag von 50 bis 150 Bps** gegenüber den Eidgenossen.
 - **Tiefere Korrelation** gegenüber risikoreicheren Anlagekategorien vor allem in Krisenzeiten.
 - Aus **regulatorischen** Gesichtspunkten kann gemäss Art. 55 BVV2 maximal 50% des Vermögens in schweizerische Grundpfandtitel investiert werden. Die jüngste Gesetzgebung unterscheidet gemäss Art. 53 Abs. 1 lit. b und Art. 53 Abs. 3 BVV2 bei **Forderungen** nach herkömmlichen und alternativen Forderungen. Dabei gelten schweizerische Grundpfandtitel weiterhin als Forderungen und ausländische Grundpfandtitel als Alternative Anlagen.

Hypotheken – Chancen und Risiken

Chancen	Risiken
Konsistenter Renditestrom	Erhöhte Zinssensitivität durch schleichende, stetige Verlängerung der Indexduration im aktuell historischen Tiefzinsumfeld.
Exposure zu Schweizer Schuldner , die über andere Anlagekategorien nicht aufgebaut werden können	Schlechte Rendite-/Risikoeigenschaften im aktuellen Zinsumfeld, da nur schon ein geringer Zinsanstieg die Performance von mehreren Jahren vernichten kann.
Beschränkung der Drawdowns	Geringe Renditeerwartung aufgrund des historisch tiefen Zinsumfeldes und teilweiser negativer Verfallsrenditen.
Verbesserung der Gesamtportfolio- Diversifikation durch Exposure zu alternativen Risikofaktoren	Je tiefer die Schuldnerqualität und je geringer das Emissionsvolumen desto höher die Wahrscheinlichkeit für Illiquidität in Stressphasen , da der Eigenhandel der Grossbanken in den letzten Jahren deutlich reduziert oder eingestellt wurde.

Hypotheken – Risikoprämien und Risikofaktoren

- **Die Anlagekategorie besteht wesentlich aus zwei Risikofaktoren:**

- **Schuldnerisiko**

Risiko eines möglichen Zahlungsausfalls einer Gegenpartei, oder einzelner Gegenparteien im Falle eines Hypothekenpools.

- **Zinsrisiko**

Hypotheken sind abhängig vom herrschenden Zinsniveau.

Für die Bewertung von Festhypotheken innerhalb von Kollektivanlagen bedeuten steigende Zinsen eine Reduktion des Wertes und umgekehrt. Der Preismechanismus entspricht demjenigen der Obligationen. Je länger die Laufzeit und je tiefer der Coupon desto höher ist grundsätzlich die Zinssensitivität, bzw. auch Duration genannt, der Obligation.

Die Verfallsrendite (yield-to-maturity) ist der jährliche Ertrag, den die Obligation bei gleich bleibendem Zinsniveau bis zum Verfall abwirft.

Hypotheken – Umsetzungsformen

- Da in der Schweiz **kein geregelter Markt für Hypotheken** besteht, kommen für institutionelle Kunden grundsätzlich folgende Möglichkeiten für eine Investition in Frage:
 - **Direkte Vergabe** (z.B. an Arbeitnehmer oder auch Öffentlichkeit) oder
 - Direktinvestition via Plattformen oder
 - Investition in einen Anteil an einem Hypothekenpool, via **Kollektivanlage**. Letztere beinhalten i.d.R. Kredite im ersten Rang.
- Normalerweise liegt der **Fokus** auf Liegenschaften **im Schweizer Markt**. Anlagen im Ausland sind jedoch ebenfalls möglich.
- **Diversifikation** erfolgt hauptsächlich über Regionen, Laufzeiten, Schuldner, Objektarten (Privat- oder Geschäftsliegenschaften, Stockwerkeigentum).
- Als **Benchmark** (für schweizerische Grundpfandtitel) werden häufig die **SBI Domestic** (AAA-A bis AAA-BBB) Indizes verwendet, da im Schweizer Markt keine spezifischen Hypothekenbenchmarks verfügbar sind.
- **Auswahl** der **Manager** und der **verwendeten Indices** (Ratingqualität, Laufzeit, Schuldnerdomizil) ist **eingeschränkt**, u.a. wegen dem Investitionsuniversum und möglichem Aktivitätsgrad bei aktiven Managern.

Hypotheken – Aktiv versus passiv

- Für Hypotheken wird mangels fehlender Hypotheken-Benchmark häufig der Obligationenindex SBI Domestic verwendet. Dabei teilweise mit Fokus ausschliesslich auf höhere Rating-Segmente (bspw. AAA-A) oder Laufzeitenverkürzung (bspw. 1-5 oder 3-5).
- Die **Umsetzungsart in den Hypotheken** erfolgt aus diesem Grund **ausschliesslich aktiv**, da keine passiven Produkte im Schweizer Markt bestehen.

Hypotheken – Interne versus externe Bewirtschaftung

Kriterium	Beurteilung	Vorteile für ...
Kosten	Anlagevolumen (sgpk: rund CHF 0.2 Mio.), mit einer TER von rund 0.11% deutlich kostengünstiger als Kollektivanlagen (0.2% - 0.55%).	Internes Management
Möglichkeiten zur Individualisierung	Portfolio sgkb via Eigenvergabe von Hypotheken primär für eigenbewohntes Wohnheim mit vergleichsweise höherer Kreditqualität und tieferer Belehnungsquote (Tragbarkeit im Alter).	Internes Management
Expertise	Erfolgreicher Track Record gegenüber heterogen ausgestalteten Kollektivanlagen. Know-How / Expertise durch internes Team vorhanden.	Internes Management
Risikomanagement / Compliance / Governance	Potenzielle Schwäche bei internem Management gegenüber externen Providern, können aber durch geeignete organisatorische Massnahmen mitigiert werden.	Externes Management
Exklusiver Zugang zu Transaktionen	Vertrieb primär über Homepage und Comparis, bewusst nicht über Plattformen infolge des höheren Kosten. Universum dadurch eingeschränkter, jedoch Zugang grundsätzlich vorhanden.	Beide gleichwertig
Interessenkonflikte	Potenzielle Interessenkonflikte scheinen bei externem Management höher (bspw. höhere TER).	Internes Management
Portfoliomanagementressourcen / Infrastruktur	Team im Vergleich zu externer Bewirtschaftung kleiner.	Externes Management
Operationelle Risiken	Müssen von sgpk selbst getragen werden, können aber durch geeignete organisatorische Massnahmen minimiert werden.	Externes Management
Fazit: Insgesamt resultiert ein Vorteil für die interne Bewirtschaftung, d.h. Beibehaltung der aktuellen Bewirtschaftungsform.		

Hypotheken – Umsetzung sgpk

- Die Umsetzung in den Hypotheken erfolgt durch interne Bewirtschaftung:

Kategorie	Volumen in			
	Mio. CHF	Bewirtschaftung	Umsetzungsart	TER
Hypotheken	164.3	intern	aktiv	0.11%

- Das strategische Gewicht beträgt 2% und die effektive Allokation per Ende 2019 1.6% des Gesamtvermögens. Die Bewertung erfolgt zu Nominalwerten.
- Die Hypotheken werden durch eigene Vergabe herausgegeben, mit Fokus auf eigenbewohntes Wohnheim (99%) sowie Ersthypotheken mit vergleichsweise tiefer Belehnungsquote und Laufzeit bis maximal 10 Jahre.
- Hohe Anzahl an Kunden mit 543 und Hypotheken mit 783.
- Vergleichsweise hohe Kreditqualität mit Durchschnittsrating von AA.
- Vergleichsweise tiefere Belehnungsquote als die kollektiven Vergleichsprodukte:

Faktor	sgpk	CS Swiss Mortgage Fund Founderclass geschlossen	UBS AST Hypotheken Schweiz	SWC AST Hypotheken	Zürich Anlagest. ZAST	HAST Hypotheken
Volumen Total	164.6 Mio.	816.5 Mio.	1.15 Mia.	780 Mio.	CHF 150 Aktuell - neu	28.1 Mio.
Mehrfamilienhäuser	1.23%	60%	83.72%	21%	19%	
Gemischt genutzt	0%	0%	10.03%	7%	0	
Kommerziell genutzt	0%	13%	5.87%	16%	6%	
Selbstbewohnt	98.77%	26%	0.38%	57%	75%	100%
Yield	1.35%	0.69% Brutto	0.56% (0.51% inkl. Cash) Brutto	0.61% Brutto	0.6% Brutto	0.69%
Duration	3.82 Jahre	0.42 "Jahre"	5.34 inkl. Cash	5.3 inkl. Cash	5.8 "Jahre"	8.5 "Jahre"
Av. Belehnung	44.10%	53%	54% / nur 1.H.	58%	50%	63%
Belehnung 70-80%	6.70%	12%		8%		22%
Belehnung 60-70%	26.60%	35%	36%	48%		50%
Belehnung 50-60%	27%	25%	39%	20%		14%
Belehnung unter 50%	39.70%	28%	25%	24%		15%
TER	0.11%	0.46% (inkl.)	0.39% (0.2% + 0.19%)	0.42% (0.3% + 0.12%)	0.3% inkl. Servicing / Gen.	0.3% exkl. Generierung (0.1%)

Quelle: Offene Hypothekenprodukte / Anlagestiftungen CH im Vergleich zum Hypothekenportfolio sgpk, 07.02.2020

Hypotheken – Rendite

Risiko-Rendite-Analyse - 1 Jahr | 31.12.2019

PORTFOLIO (PF)	MARKTWERT		PERFORMANCE		VOLATILITÄT	
	31.12.19		PF	BM	PF	BM
	CHFm		%	%	%	%
Hypotheken	164.3		1.50	1.49	0.0	0.0

Risiko-Rendite-Analyse - seit Mandatsbeginn, annualisiert | 31.12.2019

PORTFOLIO (PF)	MARKTWERT		PERFORMANCE		VOLATILITÄT	
	31.12.19		PF	BM	PF	BM
	CHFm		%	%	%	%
Hypotheken	164.3		2.29	2.20	0.2	0.2

Quelle: Pictet STAR – Strategic Asset Reporting für die St. Galler Pensionskasse (sgpk) per 31.12.2019

- Rendite: In 2019 Rendite von 1.5% und damit vergleichsweise überdurchschnittliches Ergebnis im Universums-Vergleich (Mittelwert 1.4%, wobei ohne die Umsetzung mit vergleichsweise deutlich längerer Duration liegt der Mittelwert bei 1.0%). Seit Mandatsbeginn (31.12.2004) resultiert eine annualisierte Performance von ~2.3%.
- Risiko: Sehr tiefe Volatilität, jedoch erfolgt die Bewertung zu Nominalwerten.

Hypotheken – Gebühren

- **Kostenvergleich der Umsetzung der sgpk versus Hypotheken-Kollektivanlagen**
 - Geschätzte **Total Expense Ratio (TER) bis 0.55%** (Management- und Performance-Gebühr) je nach Investitionsvolumen.
 - Der **Mittelwert der Total Expense Ratios (TER)** von 11 Kollektivanlageprodukten von Hypotheken in 2019 liegt **bei 0.37%**, mit **Minimum bei 0.2%** und **Maximum bei 0.55%**.
 - Die **TER** der Umsetzung der **sgpk liegt bei 0.11%** und ist damit deutlich kostengünstiger als der Mittelwert, respektive entspricht der kostengünstigsten Umsetzung im Vergleich.

Hypotheken – Fazit

- Aktiv versus passiv: Die aktive Umsetzungsart in den Hypotheken ist zweckmässig, zumal auch keine Möglichkeiten von passiven Umsetzungsformen bestehen.
- Intern versus extern: Eine Analyse der Vor- (Kosten, Möglichkeiten zur Individualisierung, Expertise, Vermeidung von Interessenskonflikten) und Nachteile (Risikomanagement/ Compliance/Governance, Ressourcen, operationelle Risiken) ergibt insgesamt Vorteile für das interne Management.
- Anlageleistung: Die Hypotheken-Umsetzung erzielte 2019 im Universumsvergleich ein überdurchschnittliches Ergebnis.
- Kosten: Die Kosten der internen Hypothekenumsetzung sind mit einer TER von 0.11% im Vergleich zu Kollektivanlagen (0.2% - 0.55%) sehr günstig.

Hypotheken – Empfehlung

Empfehlung:

Beibehaltung der internen Bewirtschaftung sowie der aktiven Umsetzungsart

Begründung:

- *Aktives Management*
In dieser Anlagekategorie bestehen keine passiven Umsetzungsformen
- *Internes Management*
 - *Interne Verwaltung erfolgt gegenüber Kollektivanlagen deutlich kostengünstiger*
 - *Die Möglichkeiten zur Ausgestaltung bspw. hinsichtlich der Kreditqualität und der Belehnungsquote kann individueller vorgenommen werden.*
 - *Es besteht internes Know-How / Expertise mit erfolgreichem Track Record.*

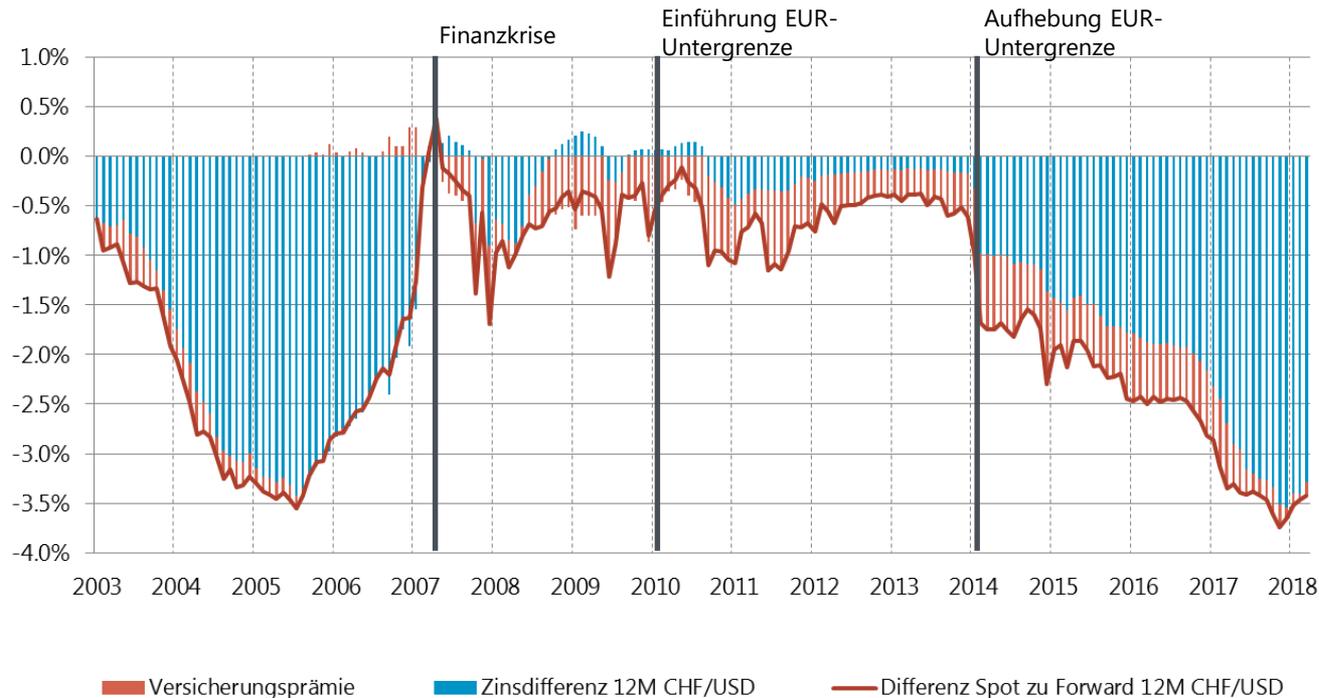
3. Anlageklassen im Fokus Teil 2

Currency Overlay

Wichtigste Merkmale – Absicherung von Fremdwährungsrisiken zur Volatilitätsreduktion ohne Renditeeinbusse

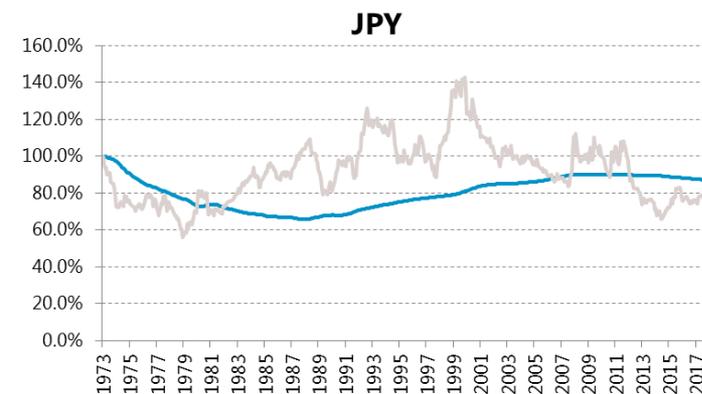
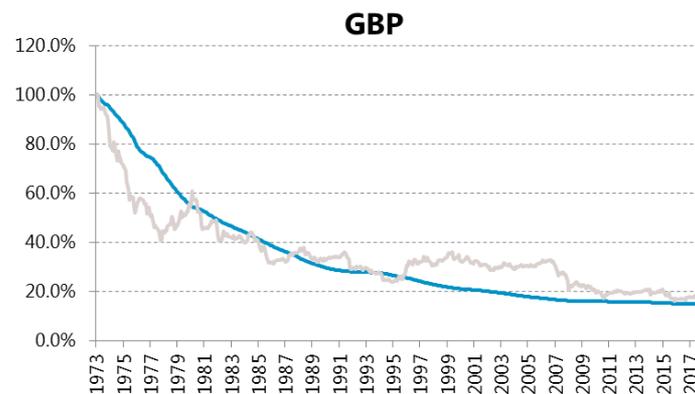
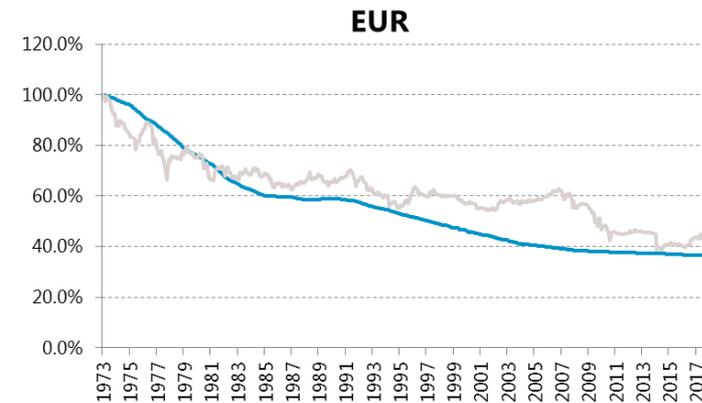
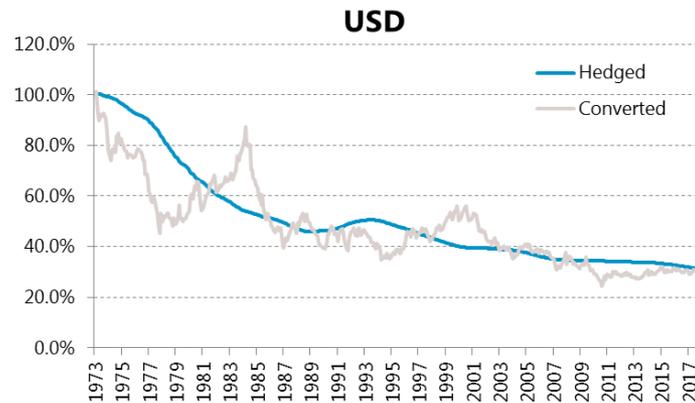
- Das Tragen von Fremdwährungsrisiken wird grundsätzlich nicht mit einem Mehrertrag entschädigt.
- CHF als Safe Haven: Der Schweizer Franken fungierte in der Vergangenheit in Krisen oft als sicherer Hafen, so dass Schweizer Investoren während Krisen neben Kursverlusten auf ihren Anlagen gleichzeitig oft Fremdwährungsverluste erlitten.
- Fazit: Fremdwährungsrisiken sollten abgesichert werden. Dafür sprechen zwei Argumente:
 - Die Währungsabsicherung senkt das Schwankungsrisiko, nicht aber das Ertragspotential (abgesehen von Bid-Ask-Spreads und Kosten der Banken).
 - Die Währungsabsicherung hat in der Vergangenheit insbesondere während Krisen Gewinne gebracht.

Wichtigste Merkmale – Rolle der Zinsdifferenz (1)



- **Zinsdifferenz:** Die Differenz zwischen Spot- und Forward-Wechselkursen zweier Währungen entspricht der Zinsdifferenz dieser Währungen.
- **Krisen:** In Zeiten massiver Eingriffe der Notenbank (Zins) waren Absicherungskosten kurzzeitig höher als die Zinsdifferenz impliziert.

Wichtigste Merkmale – Rolle der Zinsdifferenz (2)



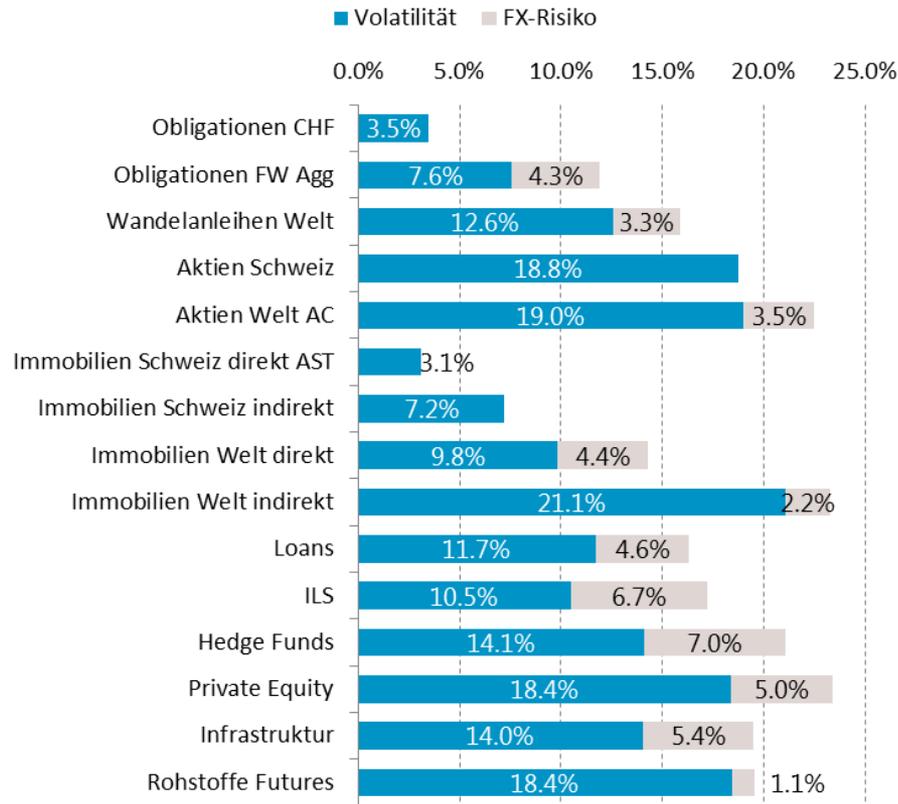
- Die konvertierte Zeitreihe gleicht sich langfristig der währungsgesicherten Zeitreihe an. Von einem Renditestandpunkt aus ist somit eine Währungsabsicherung langfristig nicht erforderlich.
- Die Absicherung reduzierte die Volatilität der Wechselkurse aber wesentlich, so dass eine Absicherung aus Risikosicht durchaus zweckmässig ist.
- Mit Ausnahme des Japanischen Yen hat sich der Schweizer Franken gegenüber allen Hauptwährungen langfristig strukturell aufgewertet.

Wichtigste Merkmale – Rolle der Zinsdifferenz (3)

- **Schwankungen:** Wechselkurse sind kurzfristig starken Schwankungen unterworfen. **Langfristig bewegen sie sich aufgrund der Zinsniveaus.**
- **Die Zinsdifferenz bestimmt:**
 - über sehr lange Zeithorizonte die **Entwicklung von Wechselkursen** und
 - die **«Kosten» für die Absicherung** von Wechselkursrisiken (es besteht ein starker Zusammenhang zwischen der Zinsdifferenz und den Kosten, andernfalls wäre Arbitrage möglich)
- Die **Zinsdifferenz** entspricht wegen Kaufkraft- und Zinsparität **langfristig** der erwarteten Veränderung der Kassakurse von Fremdwährung und CHF. Deshalb sollte die Zinsdifferenz **nicht als Kostenkomponente** interpretiert werden.

Rolle im Portfoliokontext (1)

Volatilität verschiedener Anlagekategorien (2019) (Veranschaulichungsbeispiel)



Das Risiko sinkt je nach Anlagekategorie unterschiedlich stark.

Je volatil eine Anlagekategorie, desto weniger kann das absolute Risiko mittels Währungsabsicherung reduziert werden.

Rolle im Portfoliokontext (2)

Übliche Vorgehensweise

- In der Praxis werden **Währungsexposures der Obligationen und Alternative Anlagen abgesichert**, jene der **Aktien ungesichert** beibehalten.
- Grund hierfür ist teilweise auch die Verfügbarkeit währungsgesicherter Produkte.
→ **FW-Risiken oft zu hoch!**

FX-Overlay

- Ermöglicht **Währungen** unabhängig von den Kategorien und den eingesetzten Produkten **im Gesamtportfoliokontext zu steuern**.
- In der Praxis sinnvoll ist die **grossen Währungsexposures** (üblicherweise USD und EUR ggf. auch GBP und JPY) **abzusichern** und die **kleineren Exposures** sowie **Emerging Markets Lokalwährungen ungesichert** zu belassen.

Rolle im Portfoliokontext (3)

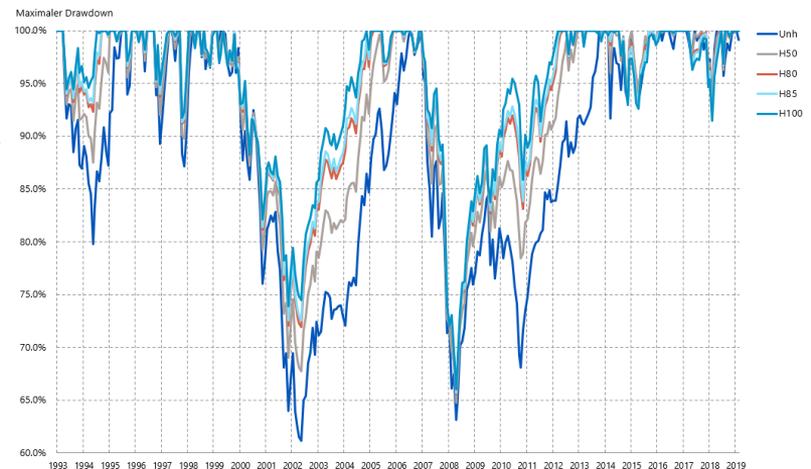
Simulation exemplarisches 40/60-Portfolio mit unterschiedlichen Hedge Ratios

Vermögensverlauf

Vermögensverlauf seit 12.1993



Maximaler Drawdown



1994-2019	Unh	H50	H80	H85	H100
Hedge Ratio	0%	50%	80%	85%	100%
Rendite	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
Volatilität	12.9%	10.2%	9.4%	9.3%	9.2%
Quotient	0.34	0.43	0.47	0.47	0.48
Drawdown	-39%	-32%	-28%	-27%	-26%

- Höhere Hedge Ratio führt in diesem Beispiel bei **identischer Rendite** zu **tieferer Volatilität**, **weniger ausgeprägten Drawdowns** und **besserer Effizienz** (Quotient Rendite / Volatilität).
- Bei **anderen Asset Mixes** liegt die **optimale Hedge Ratio tiefer als 100%**, da Fremdwährungen diversifizierend wirken können.

Währungen – Aktiv versus passiv (1)

	Aktiv	Passiv
Begründung	<ul style="list-style-type: none"> • Hohe Absicherungskosten führen zu hohen Abschlägen von den Renditen der Anlagen insbesondere aus Sicht einer Tiefzinswährung wie dem CHF • Studien* zeigen Outperformancepotenzial von aktiven Managern sowie hohe Diversifikationswirkung von Währungen im Gesamtportfoliokontext 	<ul style="list-style-type: none"> • Risikoreduktion bei optimaler Hedge Ratio • Prognosefreiheit und damit keine Anfälligkeit auf (exogene) Schocks
Methodik	<ul style="list-style-type: none"> • In der Regel im Rahmen eines Overlays • Steuerung der Hedge Ratio in Abhängigkeit von Signalen basierend bspw. auf Fair Value-Bewertungen von Währungen (Senken der Hedge Ratio, wenn CHF als überbewertet eingestuft wird), in Abhängigkeit von Zinsdifferenzen (Reduktion der Hedge Ratio bei hohen Zinsdifferenzen) oder Momentum 	<ul style="list-style-type: none"> • Stufe Anlagekategorie: Oft mit währungsgesicherten Tranchen und damit wahrscheinlich nicht mit optimaler Hedge Ratio • Overlay: Festlegen einer fixen Hedge Ratio in der Regel bei rund 80 bis 85% und engen Bandbreiten, wobei in der Praxis Hedging aus Effizienzgründen auf Hauptwährungen (v.a. USD und EUR, ggf. GBP und JPY) beschränkt wird

* z.B. T. Goodworth, Do active currency overlays beat passive hedges?, Juli 2018

Währungen – Aktiv versus passiv (2)

	Aktiv	Passiv
Vorteile	<ul style="list-style-type: none"> • Optimierung Cash Flows • Reduktion Absicherungskosten • Flexibilität, Hedge Ratio im Zeitablauf an Signale (siehe Methodik) anzupassen 	<ul style="list-style-type: none"> • Prognosefreiheit und dadurch konstante Hedge Ratio auch bei exogenen Schocks und Krisen • Konsequente Volatilitätsreduktion • Freilegung von Risikobudget (hohe Korrelation FX-Entwicklung mit Aktienkursentwicklung aus CHF-Sicht) • Transparenz
Nachteile	<ul style="list-style-type: none"> • Anfälligkeit auf exogene Schocks wie bspw. Aufgabe EUR-Floor durch SNB 2015 • Timing-/Prognosefähigkeit auch ausgewiesener Marktpartizipanten nicht nachweislich nahhaltig • Verlässlichkeit der verwendeten Signale? 	<ul style="list-style-type: none"> • (Möglicherweise substanzielle) Negative Cash Flows bei Aufwertung Fremdwährungen • Partiiell hohe Absicherungskosten (besonders bei hohen Zinsdifferenzen,) langfristig aber irrelevant • Keine Flexibilität für im Zeitablauf variierende Hedging Ratio
<u>Fazit</u>	<ul style="list-style-type: none"> • Fähigkeit des Managers nur schwierig einzuschätzen (Probleme bei quantitativen Vergleichen der Anlageleistung) • Aus Sicht Complementa überwiegen Vorteile (insbesondere Prognosefreiheit und konsequentes Hedging basierend auf im Gesamtportfoliokontext optimaler Hedge Ratio) der passiven Währungsabsicherung, insbesondere da Absicherungskosten aus Zinsdifferenz in der langen Frist entfallen. 	

Währungen – Interne versus externe Bewirtschaftung

Kriterium	Beurteilung	Vorteile für ...
Kosten	Passive Bewirtschaftung der Währungsexposures, nach Verständnis Complementa durch dasselbe interne Managementteam wie für andere Anlageklassen, so dass keine Zusatzkosten anfallen (ansonsten 15 bis 30 Bps p.a.)	Internes Management
Möglichkeiten zur Individualisierung	Bei passiver Verwaltung kein grosser Spielraum für Individualisierung , Kriterium deshalb von untergeordneter Bedeutung. Portfoliomanagement-Team setzt eigentlich aktiven Rahmen aus Anlagereglement gemäss eigenen Investment Beliefs passiv um.	-
Expertise	Team sgpk gemäss Belegen mit leichter Outperformance , wobei Evidenz welche Complementa vorliegt, nur Obligationen und ein Jahr abdeckt	(Internes Management)
Risikomanagement / Compliance / Governance	Potenzielle Schwäche bei internem Management	Externes Management
Exklusiver Zugang zu Transaktionen	Im Zusammenhang mit liquiden Anlagen von untergeordneter Bedeutung	Beide gleichwertig
Interessenkonflikte	Potenzielle Interessenkonflikte scheinen bei externem Management höher (Vermögensverwaltungsgebühren, Transaktionsgebühren etc.)	Internes Management
Portfoliomanagementressourcen / Infrastruktur	Team ggf. klein , Nachteil mitigiert durch passiven Ansatz und hochliquiden Charakter der Anlagen , bei allfälliger aktiver Umsetzung Vorteil für externes Management	-
Operationelle Risiken	Müssen von sgpk getragen werden, können aber durch geeignete organisatorische Vorkehrungen minimiert werden	(Externes Management)
Fazit: Detaillierte Analyse Vor- und Nachteile ergibt bei gegebenem passiven Verwaltungsstil leichte Vorteile für internes Management , d.h. Beibehaltung des Status Quo. Sollte aktiveres Management (was Complementa nicht empfiehlt, im Rahmen des Anlagereglements aber zulässig wäre) gewünscht werden, würde sich u.a. wegen Investment Beliefs des Management-Teams Prüfung einer externen Lösung aufdrängen.		

Gebühren

- **Kosten der Banken:** Für eine Absicherung verlangt ein Institut eine Prämie. Diese wird nicht implizit bezahlt, sondern wird auf den Absicherungskurs geschlagen.
- Die Höhe der **Prämie ist abhängig** vom:
 - Hedging-Rhythmus (ein 1 Monatsgeschäft kostet weniger als eines über 3 Monate)
 - Volumen des Geschäfts
 - Währung
 - Verhandlungsgeschick (nicht zu unterschätzen, da es sich um implizite Kosten handelt)
- Die Kosten der Banken liegen per annum i.d.R. bei rund **0.1% bis 0.25%**.
- Die geschätzten Kosten der sgpk liegen zwischen 0.012% und 0.025%, d.h. bei einem Volumen von rund CHF 900 Mio. resultieren rund CHF 180k Kosten. Dank der Preisstellung via Pictet Best Price liegen die **geschätzten Kosten pro Trade bei rund 0.002%, d.h. bei rund 2 bps per annum** (0.024% bei 12 Trades).

Umsetzung sgpk – Anlagereglement und Investment Beliefs

- Hinsichtlich Absicherung der **Fremdwährungsexposures** sieht das **Anlagereglement** der sgpk folgende **Quoten / Bandbreiten** vor:

B Strategische Quote für die Absicherung von Fremdwährungen

Anlagekategorie	Strategische Absicherungsquote	Bandbreiten	
		min.	max.
Liquidität	100%	80%	100%
Obligationen FW	100%	50%	100%
Aktien Ausland	0%	0%	0%
Immobilien Ausland	100%	80%	100%
Nicht traditionelle Anlagen	100%	80%	100%

- Das Portfoliomanagement-Team erwartet **keinen Zusatzertrag** aus dem Eingehen von Fremdwährungsexposures und stuft die **Prognostizierbarkeit** von Währungsbewegungen als **äusserst schwierig** ein.
- Konsequenterweise strebt es **in allen Anlageklassen, für die das Anlagereglement eine Währungsbewirtschaftung vorsieht** (Liquidität, Obligationen Fremdwährungen, Immobilien Ausland und Nicht traditionelle Anlagen), eine **vollständige Währungsabsicherung** an, wobei aus praktischen Gründen eine Bandbreite von 98-102% besteht.

Umsetzung sgpk – Bewirtschaftete Währungen und Handel

- Die sgpk handelt die **Hauptwährungen USD, EUR und GBP** in einem Overlay intern selbst. Die Währungsabsicherungen (26 Währungen) in einem passiven Fremdwährungsobligationen Staatsanleihen-Mandat setzt die CS um.
- Die sgpk führt die Transaktionen über die **FX-Handelsplattform 360T** (Tochterfirma der Deutschen Börse und Eurex) aus. Der sgpk stehen **17 Investmentbanken als Gegenparteien** zur Verfügung.
- Bei einer Preisanfrage braucht die sgpk zwingend **mindestens 5 handelbare Preise**. Sonst kann kein Abschluss erfolgen. Meist stehen **mindestens 7-10 Preisstellungen** zur Verfügung.
- Die Abwicklung erfolgt den **Global Custodian Pictet** (Langfrist-Rating Aa2/ AA-) der sgpk. Damit ist Pictet **Gegenpartei für alle OTC-Derivate** im Rahmen des Währungsmanagements (Forwards, Swaps). Pictet trägt das Gegenpartei-Risiko der Investmentbanken (Auswahl und Bonitätsprüfung derselben durch Pictet).

Umsetzung sgpk – Informationssystem

Gemäss Auskunft Portfoliomanagement-Team hat es mittels seines **FX-Hedge Monitors** fortlaufend aktualisierte Kenntnis über die **Währungsexposures**, die **Hedge Ratios** und die **Profit/ Loss-Berechnungen** aus den Positionen des Overlays:



05.03.2020

FX HEDGE MONITOR								
		Obligationen FW	Direct Lending	Infrastruktur	Rohstoffe	Total	Value Date	Bandbreiten
USD	Hedge Ratio	100.2%	99.5%		100.5%	100.2%	03.04.2020	
	Hedge Amount	-268'600'000	-70'500'000	0	-212'900'000	-552'000'000	hedged	Taktik +/-2% (Strategie mind. 80% HR)
	Market Value LC	268'025'590	70'838'049	0	211'833'206	550'696'845		
	Open Hedge LC	-574'410	338'049	0	-1'066'794	-1'303'155		
	Open Hedge CHF	-549'423	323'344	0	-1'020'389	-1'246'467		
EUR	Hedge Ratio	99.9%	99.8%	100.0%		99.9%	03.04.2020	
	Hedge Amount	-170'800'000	-26'150'000	-122'600'000	0	-319'550'000	hedged	Taktik +/-2% (Strategie mind. 80% HR)
	Market Value LC	171'011'711	26'203'731	122'660'000	0	319'875'442		
	Open Hedge LC	211'711	53'731	60'000	0	325'442		
	Open Hedge CHF	225'458	57'220	63'896	0	346'573		
GBP	Hedge Ratio		99.9%			99.9%	03.04.2020	
	Hedge Amount	0	-1'440'000	0	0	-1'440'000	hedged	Taktik +/-2% (Strategie mind. 80% HR)
	Market Value LC	0	1'441'782	0	0	1'441'782		
	Open Hedge LC	0	1'782	0	0	1'782		
	Open Hedge CHF	0	2'196	0	0	2'196		
Overall Open Hedge in CHF					-897'699	-0.10%		

Settlement Hedging in CHF		Termin:	03.04.2020
		USD	7'529'778
		EUR	1'812'041
		GBP	55'542
Gesamtbetrag CHF:		TOTAL:	9'397'361

Umsetzung sgpk – Leistung

- Die Overlay-Leistung der sgpk wird im internen Wochenreporting ausgewiesen:

Performance Reporting - Deltaadjustiert Dienstag, 31. Dezember 2019						St.Galler Pensionskasse (sgpk)											
Mandate	Marktwert CHFm		Allokation % Portfolio SAA		Performance % M-t-D						Performance % Y-t-D						
	30.11.2019	Diff.	31.12.2019	Diff.	24.12.2019		31.12.2019		24.12.2019		31.12.2019		24.12.2019		31.12.2019		
					Portfolio	BM	Diff.	Portfolio	BM	Diff.	Portfolio	BM	Diff.	Portfolio	BM	Diff.	
Gesamtkonsolidierung (sgpk)	9'941.9	73.0	10'014.9	100.0	0.41%	0.42%	-0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	11.14%	12.35%	-1.21%	10.97%	12.15%	-1.18%	
Gesamtkonsolidierung (ex Hypo/Immo direkt)	8'558.1	53.8	8'611.9		0.41%	0.44%	-0.03%	-0.09%	-0.05%	-0.03%	12.36%	13.90%	-1.54%	11.80%	13.34%	-1.53%	
Nominalwerte	4'471.7	4.6	4'476.3	44.7 43.0 1.7	-0.53%	-0.61%	0.09%	-0.75%	-0.85%	0.09%	2.81%	3.36%	-0.55%	2.58%	3.11%	-0.54%	
Liquidität	714.1	-13.8	700.3	7.0 5.0 2.0	-0.03%	-0.06%	0.03%	-0.04%	-0.07%	0.04%	-0.42%	-0.84%	0.41%	-0.43%	-0.85%	0.43%	
Liquidität	478.9	-47.1	431.8	4.3													
Externe Liquidität	36.7	33.3	70.0	0.7													
Sichtgeld St.Galler KB	198.5	0.0	198.5	2.0													
Delta Exposure	0.0	0.0	0.0	0.0													
Hypotheken	164.7	2.0	166.8	1.7 2.0 -0.3	0.10%	0.10%	0.00%	0.12%	0.12%	0.00%	1.47%	1.46%	0.01%	1.50%	1.50%	0.00%	
Obligationen CHF	2'722.1	20.8	2'742.9	27.4 26.0 1.4	-0.76%	-0.87%	0.11%	-1.06%	-1.19%	0.13%	3.29%	3.46%	-0.17%	2.98%	3.13%	-0.15%	
Obligationen CHF o. Overlay	2'722.1	20.8	2'742.9	27.4	-0.76%	-0.87%	0.11%	-1.06%	-1.19%	0.13%	3.29%	3.46%	-0.17%	2.98%	3.13%	-0.15%	
Obligationen CHF Gallus	2'270.0	22.2	2'292.3	22.9	-0.86%	-0.87%	0.01%	-1.21%	-1.19%	-0.02%	3.76%	3.46%	0.30%	3.39%	3.13%	0.27%	
Obligationen CHF Mid-Term Gallus	452.0	-1.4	450.6	4.5	-0.27%	-0.28%	0.01%	-0.32%	-0.33%	0.01%	0.14%	-0.14%	0.29%	0.09%	-0.19%	0.29%	
Obligationen FW (Staatsanleihen)	431.5		426.8	4.3 5.0 -0.7	-0.85%	-0.78%	-0.07%	-1.09%	-1.04%	-0.05%	4.78%	4.99%	-0.21%	4.53%	4.72%	-0.19%	
Fremdwährungsobligationen Gallus	431.5	-4.7	426.8	4.3	-0.85%	-0.78%	-0.07%	-1.09%	-1.04%	-0.05%	4.78%	4.99%	-0.21%	4.53%	4.72%	-0.19%	
Obligationen FW (Unternehmensanleihen)	439.3		439.5	4.4 5.0 -0.6	0.25%	0.05%	0.20%	0.05%	-0.04%	0.09%	9.87%	7.98%	1.89%	9.66%	7.88%	1.77%	
Unternehmensanleihen Gallus	256.2	-7.0	249.2	2.5	-1.46%	-1.68%	0.22%	-2.75%	-2.82%	0.07%	14.43%	13.10%	1.34%	12.94%	11.79%	1.15%	
Unternehmensanleihen Gallus (hedged)	253.0		253.1		0.22%	-0.03%	0.24%	0.04%	-0.01%	0.05%	11.32%	9.95%	1.37%	11.12%	9.97%	1.15%	
Schroder ISF Euro Corporate Bonds	96.3	-1.0	95.3	1.0	-0.85%	-1.16%	0.32%	-1.07%	-1.39%	0.32%	5.94%	2.72%	3.22%	5.70%	2.49%	3.22%	
Schroder ISF Euro Corporate Bonds (hedged)	96.3		96.5		0.43%	0.13%	0.31%	0.23%	-0.07%	0.30%	9.29%	6.02%	3.27%	9.07%	5.81%	3.26%	
Unternehmensanleihen EUR passiv CSIF	90.0	-1.2	88.8	0.9	-1.13%	-1.16%	0.03%	-1.38%	-1.39%	0.01%	-0.01%	0.23%	-0.24%	-0.27%	0.00%	-0.26%	
Unternehmensanleihen EUR passiv CSIF (hedged)	90.0		89.9		0.15%	0.13%	0.02%	-0.09%	-0.07%	-0.01%	4.02%	4.18%	-0.16%	3.77%	3.97%	-0.20%	
Obligationen FW (High Yield)	0.0	0.0	0.0														

Auszug aus Report per 31.12.2019 / Quelle: sgpk)

- Massgebend ist der Vergleich der relativen Rendite (Diff.) vor (Managerleistung) und nach (Managerleistung + Leistung Overlay) Währungsabsicherung. Dies ergibt folgende **Overlay-Leistungen** 2019 in den Obligationen Fremdwährungskategorien:

- Unternehmensanleihen: 0 Bps
- Schroder ISF Euro Corporate Bonds: +4 Bps
- Unternehmensanleihen EUR passiv CSIF: +6 Bps

Damit gelang es der sgpk, in **zwei von drei Mandaten Mehrwert** zu schaffen. Die **Evidenz** ist aber **nicht repräsentativ** (nur Obligationen-Mandate / nur über ein Jahr).

Währungen – Fazit (1)

- Fremdwährungsrisiken sind zu beschränken, da der Kapitalmarkt Währungsrisiken nicht abgeltet und um generell und insbesondere in Krisen das **Schwankungsrisiko zu reduzieren (keine substantielle Beeinträchtigung des Ertragspotentials** abgesehen von Bid-Ask-Spreads und Kosten der Banken).
- Die **Zinsdifferenz** entspricht wegen Kaufkraft- und Zinsparität **langfristig** der erwarteten Veränderung der Kassakurse von Fremdwährung und CHF. Deshalb sollte die Zinsdifferenz **nicht als Kostenkomponente** interpretiert werden.
- Die Bewirtschaftung von Fremdwährungen sollte **nicht auf Stufe Anlagekategorien** sondern **im Portfoliokontext** adressiert werden. Die optimale Hedge Ratio ist kundenindividuell zu determinieren. Bei einer **zu hohen Absicherungsquote** (Overhedging) **kann das Gesamtportfolio-Risiko wieder zunehmen**.
- Aus Sicht Complementa **überwiegen Vorteile** (insbesondere Prognosefreiheit und konsequentes Hedging) **des passiven gegenüber dem aktiven Währungsmanagement**, insbesondere da **Absicherungskosten aus Zinsdifferenz langfristig entfallen**.
- Wegen der **passiven Verwaltung** der Währungsexposures ergeben sich **leichte Vorteile für das interne Management**, d.h. Beibehaltung des Status Quo. Sollte aktives Management gewünscht werden (was Complementa nicht empfiehlt, im Rahmen des Anlagereglements aber zulässig wäre), würde sich u.a. wegen Investment Beliefs des Management-Teams die Prüfung einer externen Lösung aufdrängen.

Währungen – Fazit (2)

- Der sgpk gelang es, in **zwei von drei Mandaten Mehrwert** zu schaffen. Die **Evidenz** ist aber **nicht repräsentativ** (nur Obligationen FW-Mandate / nur über ein Jahr). Die Prozesse (insbesondere auch im Zusammenhang mit der Preisstellung sowie den Gegenparteirisiken aus den OTC-Derivaten) scheinen adäquat ausgestaltet. Die sgpk beschränkt sich auf die **Bewirtschaftung der Hauptwährungen** (USD, EUR und GBP), was aus Sicht Complementa aus Effizienzgründen zweckmässig ist.
- **Weitergehende Empfehlung:** Basierend auf den vorliegenden Informationen gelangt Complementa zum Eindruck, das die Steuerung der Währungsexposures pro Anlagekategorie erfolgt. **Währungen sollten als eigenständige Anlageklasse betrachtet und als solche bewirtschaftet werden.** Dazu erforderlich wäre eine Hedge Ratio und (passive) Bandbreiten pro (Haupt-) Währung über das Gesamtvermögen sowie ein entsprechendes Benchmarking.

Währungen – Empfehlung

Empfehlung:

Beibehalten passives und internes Management

Begründung:

- *Passives Management*

Da das Eingehen von Fremdwährungsrisiken nicht grundsätzlich mit einem Mehrertrag entschädigt wird, empfiehlt sich die Absicherung von Fremdwährungsrisiken. Dies gilt insbesondere für Investoren mit Referenzwährung CHF in Krisenzeiten. Aufgrund der schwierigen Prognostizierbarkeit von Wechselkursveränderungen empfehlen wir ein passives Management.

- *Internes Management*

- *Passive Währungsbewirtschaftung erfolgte – soweit basierend auf wenig zur Verfügung stehender Evidenz beurteilbar – erfolgreich.*
- *Bewirtschaftungsprozesse sind soweit beurteilbar state of the art.*
- *Passive Währungsbewirtschaftung kann nach Ansicht Complementa weiterhin durch das Interne Management umgesetzt werden.*

Zusätzliche Empfehlung:

- *Bewirtschaftung der Währungen als eigenständige Anlageklasse im Gesamtvermögenskontext*

3. Gesamtbeurteilung

Würdigung und Gesamtbeurteilung

Empfehlungen pro Anlagekategorie (1)

Anlagekategorien	Aktiv vs. Passiv	Intern vs. Extern
Liquidität	<p>Beibehaltung aktive Bewirtschaftung</p> <p>Üblicherweise erfolgt eine aktive Bewirtschaftung bei CHF fokussierten Geldmarktfonds.</p>	<p>Beibehaltung internes Management</p> <ul style="list-style-type: none"> - Starker Track Record mit persistenten relativen Anlageergebnissen - Kostengünstige und effiziente Anlagelösung <p>- mittels organisatorischer Ausgestaltung sind mit unabhängiger Fondsleitung Checks and Balances adäquat etabliert</p>
Obligationen CHF	<p>Beibehaltung aktive Bewirtschaftung</p> <p>Nutzen (Outperformancepotenzial und aktive Risikosteuerung) überwiegen Kosten (Abweichungsrisiko)</p>	<p>Beibehaltung internes Management</p> <ul style="list-style-type: none"> - Bislang äusserst erfolgreiche Verwaltung, basierend auf Effizienzkennzahlen <p>- mittels organisatorischer Ausgestaltung sind mit unabhängiger Fondsleitung Checks and Balances adäquat etabliert</p> <ul style="list-style-type: none"> - Portfoliomanager sind kostenbewusst und streben nach effizienten Lösungen - Individualisierung mit Fokus auf erstklassige Anleihen (in begrenztem Umfang auch auf Anleihen mittlerer Qualität) gemäss Vorgabe des Stiftungsrats.
Obligationen FW	<ul style="list-style-type: none"> - Kostengünstige, passive Global Aggregate Lösungen als Core prüfen. - Beibehalten aktives Management für Satellitenlösungen kann sinnvoll sein. Definition, welche Strategie die aktiven Manager verfolgen sollen. - Weshalb Regionenfokus US und EUR und Verzicht auf globale Lösung? - Mit einem Globalen Core Bonds Ansatz, können sich als Satelliten aktive Globale HY Anleihen (oder wiederum EUR und US HY Anleihen) eignen. - Mögliche Reduktion der Kostenquote durch grossen passiven Core und Schwerpunkte via aktiven Satelliten-Umsetzungen. 	<p>Beibehaltung externes Management</p> <ul style="list-style-type: none"> - Obligationen FW global kostengünstig mit passiven externem Management umsetzbar. - Obligationen FW umfasst grosses Universum, wofür interne Expertise nur schwer aufbaubar.
Aktien Schweiz	<p>Beibehaltung passive Bewirtschaftung</p> <p>Ergänzung von aktivem Satelliten im Segment Aktien Small & Mid Caps prüfen</p> <ul style="list-style-type: none"> - SMI/SPI können als effiziente Marktsegmente gesehen werden, wo eine konsistente Outperformance (via aktives Management) sehr schwierig ist. Eine passive Indexierung (full Replication) ist einfach und zu tiefe Kosten möglich - Im Subsegment Aktien Small & Mid Caps kann eine aktive Umsetzung Mehrwert generieren, eine sorgfältige Managerselektion ist zentral 	<p>Beibehaltung externes Management</p> <ul style="list-style-type: none"> - Bislang erfolgreiche Verwaltung, basierend auf Effizienzkennzahlen <p>- mittels organisatorischer Ausgestaltung sind mit unabhängigem Fondsmanager (CS) Checks and Balances adäquat etabliert</p> <ul style="list-style-type: none"> - Die Kosten sind tief gehalten
Aktien Welt	<p>Beibehaltung passive Bewirtschaftung</p> <ul style="list-style-type: none"> - Aktien Welt (Developed) können als effiziente Marktsegmente gesehen werden, wo eine konsistente Outperformance (durch aktives Management) sehr schwierig ist. Eine passive Indexierung (full Replication) ist einfach und zu tiefe Kosten möglich - Im Subsegment der Small Caps werden Marktineffizienzen erwartet, weshalb eine aktive Umsetzung Mehrwert generieren könnte. Da die Manager meist über regionenfokussierte Umsetzungen verfügen, wäre eine Steuerung der strategischen Regionenallokation innerhalb der Aktien notwendig. Zudem könnten durch diese Ergänzung teilweise Allokationen mit andere Risikofaktoren resultieren (z.B. abweichende Kapitalisierung und Sektorallokation). 	<p>Beibehaltung externes Management</p> <ul style="list-style-type: none"> - Bislang erfolgreiche Verwaltung, basierend auf Effizienzkennzahlen <p>- mittels organisatorischer Ausgestaltung sind mit unabhängigem Fondsmanager (CS) Checks and Balances adäquat etabliert</p> <ul style="list-style-type: none"> - ausreichende Grösse der jeweiligen Manager in den Segmenten - Die Kosten sind tief gehalten
Aktien Emerging Markets	<p>Aktive (und passive) Bewirtschaftung</p> <p>Im Subsegment Aktien Emerging Markets kann eine aktive Umsetzung Mehrwert generieren, eine sorgfältige Managerselektion ist zentral, der bestehende aktive Manager sollte überprüft werden.</p>	<p>Externes Management - Überprüfung der aktiven Umsetzung</p> <p>Die erforderliche Expertise sowie die notwendigen Ressourcen und operationelle Risiken ergeben insgesamt Vorteile für ein externes Management</p>

Empfehlungen pro Anlagekategorie (2)

Anlagekategorien	Aktiv vs. Passiv	Intern vs. Extern	Anlageleistung	Kosten
Aktien Welt	<p>- Die Umsetzung des Gesamtmarktes (MSCI World) in passiver Form erscheint zweckmässig. Dies auch vor dem Hintergrund, dass nur eine sehr tiefe Zahl der aktiven Manager im Aktien Welt Large Cap Segment ihre Benchmark schlagen konnte, zu sehen.</p> <p>- Bei den Aktien Welt Small Cap kann eine aktive Umsetzung von Ineffizienzen profitieren, jedoch ist ein Grossteil der aktiven Manager auf einzelne Regionen fokussiert, weshalb die Regionenallokation auf Gesamtebene gesteuert werden müssten und hieraus allfällige Abweichungen zu passiven Umsetzungen resultieren können.</p>	<p>Eine Analyse der Vorteile (Kosten, Expertise, Ressourcen, operationelle Risiken) und Nachteile (Vermeidung von Interessenskonflikten) ergibt bei gegebenem Anlagevolumen und Anlagestil Vorteile für externes Management.</p>	<p>Die passive Umsetzungen erzielten ein benchmarkkonformes Resultat.</p>	<p>Die passive Anlagelösung ist mit rund 5 Bps relativ günstig. Möglicherweise ist aber eine weitere Kostensenkung um 0.5-1 Bps möglich. Es ist darauf hinzuweisen, dass in der relevanten Grössenordnung (Investiertes Vermögen von über CHF 1.0 Mrd.) nicht viele Vergleichsmandate existieren.</p>
Aktien Emerging Markets	<p>Im Bereich des Sub-Segments Aktien Emerging Markets kann eine aktive Umsetzung Sinn machen da diese Märkte weniger effizient sind und die Indizes jeweils mit gewissen Schwächen behaftet sind</p>	<p>Eine Analyse der Vorteile (Kosten, Expertise, Ressourcen, operationelle Risiken) und Nachteile (Vermeidung von Interessenskonflikten) ergibt bei gegebenem Anlagevolumen und Anlagestil Vorteile für externes Management.</p>	<p>Die passive Umsetzung erzielte ein benchmarkkonformes Resultat. Die aktive Emerging Markets Umsetzung blieb über die letzten drei Jahre hinter ihrer Benchmark zurück.</p>	<p>Bei einer Mandatsgrösse von rund CHF 100 Mio. scheint eine leichte Fee-Reduktion (5-10 Bps) bei der aktiven Emerging Markets Umsetzung möglich.</p>
Private Debt	<p>Umsetzungen im Private Markets Bereich erfolgen generell aktiv.</p>	<p>Eine Analyse der Vor- und Nachteile ergibt bei gegebenem Anlagevolumen Vorteile für externes Management. Vorteile insbesondere bei den Kosten, Expertise, Riskmanagement, exklusivem Zugang zu Transaktionen, Ressourcen und operationellen Risiken.</p>	<p>Beide Umsetzungen seit Mandatsbeginn mit positiven Renditen. Die beiden Private Debt Umsetzungen stellen zusammen nur rund 1% des Portfoliovermögens dar, somit ist der Effekt auf die Gesamtstufe marginal.</p>	<p>Die gesamte Anlagelösung weist eine produktgewichtete TER (vor Abzug der Origination Fee) von 2.6% aus (3/4 Swiss Capital AST Private Debt I mit TER 2.35% und 1/4 Arcmont DLF II mit TER 3.35%). Diese produktgewichtete TER der Gesamtumsetzung erscheint marktconform.</p>
Gold	<p>Die Gold-Umsetzungen erfolgen passiv (Buy and Hold). Dies erscheint insbesondere unter Berücksichtigung der Rolle des Goldes im Portfoliokontext als zielführend.</p>	<p>Eine Analyse der Vor- und Nachteile ergibt bei gegebenem Anlagevolumen Vorteile für externes Management. Vorteile insbesondere hinsichtlich der Kosten, Expertise, Ressourcen und operationellen Risiken.</p>	<p>Die ETF-Umsetzung seit Mandatsbeginn mit positiven Renditen. Die physische Gold-Umsetzung seit Mandatsbeginn mit negativer Rendite. Die beiden Gold Umsetzungen stellen zusammen nur rund 2% des Portfoliovermögens dar, somit ist der Effekt auf die Gesamtstufe marginal.</p>	<p>Die Kosten sind insbesondere durch das mehrheitlich (ca. 75%) im Tresor der Pictet, Cie eingelagerte Gold, welche eine TER von 0.02% aufweist, tief gehalten.</p>
Infrastruktur	<p>Eine Anlage im Bereich Private Infrastruktur erfolgt grundsätzlich aktiv</p>	<p>- Internes Management ist nur bei sehr hohen Investitionsvolumen mit entsprechendem Aufbau von Ressourcen und Kompetenzen zweckmässig '- Bei der aktuellen Quote ist deshalb ein externes Management zu favorisieren.</p>	<p>Die CSA Energie Infrastruktur Schweiz konnte die Zielrendite von 4.5% p.a. seit Investitionsbeginn leicht übertreffen. Eine Beurteilung der Anlageleistung beim CS Energie Infrastruktur Europa ist angesichts der kurzen Laufzeit noch nicht möglich.</p>	<p>Die TER der CSA Energie Infrastruktur Schweiz entspricht derjenigen von grossen Infrastruktur-Fonds. Die TER der CS Energie Infrastruktur Europa ist (aktuell, vermutlich aufgrund starker Performance) vergleichsweise hoch.</p>

3. Gesamtbeurteilung

Diskussion / Weiteres Vorgehen

Kontakt

Thomas Breitenmoser

Leiter Investment-Consulting/-Controlling

Tel. +44 368 30 92

thomas.breitenmoser@complementa.ch

Complementa AG

Hauptsitz

Gaiserwaldstrasse 14

Postfach

CH-9015 St. Gallen

Büro Zürich

Gartenstrasse 32

CH-8002 Zürich

info@complementa.ch

www.complementa.ch

Disclaimer

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden mit der üblichen Sorgfalt erhoben, analysiert und zusammengestellt. Dennoch übernimmt Complementa keinerlei Haftung, noch gibt sie Zusicherungen ab über, jedoch nicht beschränkt auf, Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der hierin enthaltenen Informationen, auch wenn Complementa die Informationsquellen und –mittel nach bestem Wissen ausgewählt hat und diese für vertrauenswürdig hält. Complementa ist zudem selbst in erheblichem Ausmass von der Qualität der ihr von den Dateneigentümern zugeliferten Informationen abhängig.

Dieses Dokument kann zukunftsgerichtete Aussagen enthalten, die auf Planungen, Schätzungen, Prognosen und Erwartungen, auf gewissen Annahmen sowie derzeit verfügbaren Informationen basieren. Die zukunftsgerichteten Aussagen sind nicht als Garantien für zukünftige Entwicklungen und Ergebnisse zu verstehen. Diese sind vielmehr abhängig von einer Vielzahl von Faktoren; sie beinhalten verschiedene Risiken und Unwägbarkeiten und beruhen auf Annahmen, die sich möglicherweise als nicht zutreffend erweisen. Complementa übernimmt keine Verpflichtung, zukunftsgerichtete Aussagen zu aktualisieren.

Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen dienen lediglich zu Informationszwecken, und die darin enthaltenen Handlungsalternativen dürfen nicht ohne sorgfältige Überprüfung durch den Adressaten als Aufforderung zum Abschluss bestimmter Geschäfte oder die Auswahl eines Geschäftspartners, Brokers etc. verstanden werden. Es entbindet einen Investor nicht von seiner eigenen umfassenden Beurteilung, insbesondere auch in steuerlicher und/oder rechtlicher Hinsicht. Keine der Angaben ist als Empfehlung zu verstehen, insbesondere bestimmte Transaktionen oder Geschäftsverbindungen einzugehen oder zu unterlassen. Der Inhalt stellt keine Offerte zur Investition in jedwelche Produkte dar.