

## 3rd Smart Indexing Day

### «Anleger sollten keine unnötigen Risiken eingehen»

*Der dritte OLZ Smart Indexing Day beantwortete die Frage, warum Portfolios mit tiefer Schwankung (Minimum Varianz) besser rentieren als klassische Indexanlagen – und vor allem auch, wie sich Anleger diese Anomalie zunutze machen können.*

«No risk, no fun» mag allenfalls für die Freizeit und für die Befriedigung des Spieltriebs gelten. Professionelle Anleger sollten sich eher an den Erkenntnissen der Finanzmarktforschung orientieren: Empirische Ergebnisse zeigen, dass langfristig besser fährt, wer sein Aktienportfolio systematisch mit gering schwankenden Aktien bestückt. Wie eine solche Mehrrendite für tiefe Volatilität (Low-Volatility-Faktorprämie) zustande kommt, ob sie von Dauer ist und, vor allem, wie die Anleger davon profitieren können, war Thema des dritten «**Smart Indexing Day**» am 21. Januar 2015 im Hotel Schweizerhof in Bern.

«Wir sollten wissenschaftliche Erkenntnisse nicht auf dem Altar der Einfachheit opfern». Mit diesen mahnenden Worten eröffnete **Dr. Andreas Jacobs**, Präsident des OLZ-Verwaltungsrats, die von **Kaspar Hohler** (Chefredaktor «Schweizer Personalvorsorge») moderierte Tagung. Der Aufruf richtete sich an die rund 80 anwesenden, mehrheitlich institutionellen Anleger. Obwohl die Low-Volatility-Faktorprämie existiert, wie **Prof. Dr. Heinz Zimmermann** (Universität Basel) in der Folge überzeugend darlegte, und obwohl es praktische Umsetzungen wie die von **Pius Zraggen** (CEO OLZ & Partners) vorgestellte Minimum-Varianz-Optimierung gibt, findet der innovative Ansatz unter professionellen Anlegern bislang erstaunlich wenig Beachtung. Dies überrascht umso mehr, als gerade Pensionskassen aufgrund der tiefen Zinsen auf der Suche nach ein paar Basispunkten Mehrrendite sonst jeden Stein umdrehen. En vogue ist immer noch das kostengünstige, aber ineffiziente Indexieren.

**«Es ist möglich, mit dem Fokus auf Low Volatility ein positives Alpha zu erzielen.»**

#### Eine echte Marktanomalie

Gibt es eine Low-Volatility-Faktorprämie? Prof. Zimmermann kommt in seiner Analyse zu einer klaren Antwort: «Ja, es gibt sie.» Interessanter als der Nachweis der Low-Volatility-Prämie ist für ihn die Frage, wie diese Mehrrendite zustande kommt, die doch eigentlich quer steht zur gängigen Theorie, dass Rendite für eingegangene Risiken entschädige. «Ist die Low-Volatility-Prämie eine verkappte Entschädigung für latente Risiken, etwa für eine tiefere Liquidität?». Zimmermann kommt zum Schluss, dass es sich bei der Low-Volatility-Prämie um eine eigenständige Faktorprämie handelt, die durch eine Marktanomalie erklärt werden kann. Andere bekanntere Faktorprämien sind etwa der Value-, der Momentum- oder der Size-Effekt (Mehrrendite durch Small Caps), der 1981 vom Schweizer **Rolf Banz** an der Universität Chicago entdeckt wurde.

#### Vernachlässigte «ruhige» Aktien

Für Zimmermann ist die Low-Volatility-Prämie eine direkte Folge des Herdentriebs und des verbreiteten Benchmarkdenkens der institutionellen Anleger. Für diese stelle der Benchmark sozusagen die risikolose Anlage dar: «Verliert der Benchmark an Wert, ist dafür nicht der Portfoliomanager verantwortlich». Indem sich aber eine Mehrheit der institutionellen Investoren an wenigen kapitalgewichteten Indizes orientiere, würden Titel mit tiefer Volatilität systematisch vernachlässigt. Dadurch sinke deren Wert und steige die (erwartete) Rendite relativ zum Markt. Das erkläre die Prämie für systematisches Anlegen in Titeln mit tiefer Volatilität. Sein für Anleger relevantes Fazit lautet deshalb: «Es ist möglich, mit dem Fokus auf Low-Volatility-Aktien ein positives Alpha zu erzielen», doch sei die Umsetzung der Strategie in der Praxis nicht einfach und auch nicht risikolos. Es gelte, einseitige Sektorwetten zu vermeiden

und auch die Korrelationen sowie die Liquidität der einzelnen Titel zu berücksichtigen. Zimmermann attestierte der OLZ in dieser Hinsicht grosses Fachwissen und Know-how, insbesondere in der effizienten Umsetzung mit der Minimum-Varianz-Optimierung.

### Der Fyyfer...

Pius Zraggen zeigte in der Folge auf, wie die Minimum-Varianz-Strategie einen Beitrag zur Lösung des Dilemmas leisten könnte, in dem viele Pensionskassen stecken: Risikolose Anlagen erzielen aufgrund der tiefen bzw. negativen Zinsen zu wenig bzw. keine Rendite, um die mit zunehmender Lebenserwartung der Bevölkerung steigenden Verpflichtungen decken zu können. In der Folge sinkt die Risikofähigkeit der Pensionskassen und damit auch die Voraussetzung, die fehlende Rendite mit einem höheren Aktienanteil zu kompensieren. *«Die Minimum-Varianz-Strategie bietet sozusagen den Fyyfer und s'Weggli: Aufgrund der besseren Diversifikation des Portfolios können Pensionskassen bei gleichem Risiko eine höhere Rendite erzielen als mit klassischen Indexanlagen».* Mit einem Minimum-Varianz-Portfolio kann bei gleichem Risikobudget eine Aktienquote von 38.5 % anstatt 30.0 % gehalten werden.

### ... und s'Weggli

Für Pius Zraggen heisst «Effizient Anlegen», sein Risikobudget bestmöglich auszuschöpfen. Das bedeute vor allem auch, keine unnötigen Risiken einzugehen. *«Währungsrisiken werden nicht entschädigt»*, das gelte im Übrigen nicht erst seit dem Entscheid der SNB, die Euro-Untergrenze aufzugeben. Weniger bekannt ist, dass auch Anleger, die passiv in klassische Indizes investieren, unabgeholte Risiken eingehen. *«Zwar sind diese Produkte sehr kostengünstig, doch sie sind nicht optimal diversifiziert».* Mit dem OLZ Minimum-Varianz-Ansatz erhalten Anleger das Portfolio mit den kleinstmöglichen Risiken. Zraggen betonte, dass auch dieses nicht risikolos sei. Die bessere Diversifikation zahle sich aber besonders bei Marktkorrekturen und in Baissezeiten aus: *«Weil Minimum-Varianz-Portfolios weniger verlieren, sind sie im Aufschwung schneller wieder am Ursprung».* Zudem sei die Minimum-Varianz-Optimierung auch eine äusserst effiziente Umsetzung der Low-Volatility-Faktorprämie.

Zraggen ist überzeugt, damit eine innovativere und attraktivere Anlagelösung zu bieten als die Standardlösung im Gedränge der Indexherde. Der OLZ Minimum-Varianz-Ansatz wäre auch dann noch überlegen, wenn die Faktorprämie aufgrund der Marktanomalie verschwände. *«Das Fyyferli wäre dann zwar weg, aber das Weggli, also das tiefere Risiko bei gleicher Rendite, wäre immer noch da».*



## «Es fordert Mut, den Anlageprozess so umzugestalten, dass man nicht mehr bei der Herde liegen muss.»

*Finanzmarktprofessor Heinz Zimmermann (Universität Basel) sieht im indexorientierten Anlageverhalten grosser institutioneller Anleger den Grund für das Bestehen der Low-Volatility-Faktorprämie.*

Interview: Simone Hofer, econcontext GmbH

*Herr Zimmermann, sie weisen empirisch nach: es gibt eine Low-Volatility-Faktorprämie. Wie beurteilen Sie die empirische Evidenz dieser Anomalie?*

**Heinz Zimmermann:** Es ist letztlich eine Interpretationsfrage von Anomalien: Wer davon ausgeht, dass a priori jede Durchschnittsrendite über dem risikolosen Zinssatz eine Entschädigung für ein – möglicherweise latentes – Risiko darstellt, wird es als Risikoprämie interpretieren. Die bisherigen Untersuchungen zeigen jedoch keinen nennenswerten Bezug zu den traditionellen Risikofaktoren.

*Steht dies nicht diametral dem Grundsatz entgegengesetzt, dass nur ein höheres Risiko mit mehr Rendite entschädigt wird?*

Die Kapitalmarkttheorie anerkennt mittlerweile auch Faktorprämien, welche nicht auf Risiken zurückzuführen sind, sondern Verhaltensmuster der Anleger widerspiegeln. Diese können institutionell oder psychologisch getrieben sein.

*Sie erklären diese Anomalie mit dem Anlageverhalten von institutionellen Investoren, die mehrheitlich Benchmarkorientiert anlegen bzw. einen kapitalgewichteten Index nachbilden. Wie beurteilen Sie das Verhalten der «Anlageprofis»?*

Auch Profis sind häufig auf die gängigen Indizes ausgerichtet! Bei den meisten institutionellen Mandaten werden Indizes zur Performancekontrol-

le verwendet – dem können sich auch Profis nicht entziehen. Eine Ausnahme bilden Hedge Funds und PrivatanlegerInnen.

*Der Faktorprämiensansatz fristet bei institutionellen Anlegern ein «Nischendasein». Wieso versuchen professionelle Investoren nicht vermehrt die Zusatzrenditen von Faktorprämien abzuschöpfen? Fehlt es an Know-how?*

Das ist möglich. Andererseits handelt es sich ja nicht um risikolose Arbitragegewinne, sondern um Durchschnittserträge auf Strategien, welche gewisse Risiken oder bestimmte Charakteristiken aufweisen. Dies erfordert stets auch die Anpassung oder die Neuaufgleisung des Anlageprozesses, also ein Umsetzungsrisiko. Gerade die Low-Volatility-Anomalie lässt sich in sehr unterschiedlicher Weise interpretieren und implementieren.

*Anomalien sind oft nicht von Dauer: Wie beurteilen Sie dies für die Low Volatility Faktorprämie?*

Das ist schwer zu sagen. Wenn die Vermutung stimmt, dass sie durch die verbreitete Verwendung von wenigen, ähnlichen und kapitalgewichteten Indizes im Aktienbereich erklärt werden kann, dann sehe ich keinen Grund, warum sie bald verschwinden sollte. Zudem sollte man nicht vergessen, dass viele Anomalien äusserst langlebig sind – man denke nur an den Size-Effekt am amerikanischen Aktienmarkt: Er wurde 1981 von Rolf Banz publiziert und ist «still alive and kicking».

*Verstärkt der Trend zum Indexieren sogar die Low Volatility Faktorprämie?*

Tatsächlich – wobei es nicht um das Indexieren an und für sich geht, sondern um die Verwendung sehr ähnlicher Indizes, die ganze Anlagesegmente ausschliessen.

*Wie beurteilen Sie die Minimum-Varianz Optimierung als Umsetzung der Low Volatility Faktorprämie?*

Die Untersuchungen zeigen, dass Low-Vola-Strategien strikte Anlagebeschränkungen erfordern; eine unreflektierte Selektion von weniger volatilen Aktien birgt die Gefahr für Sektorwetten oder illiquide Papiere – die tiefe Volati-

lität einer Aktie kann durchaus ein Indiz geringer Liquidität sein. Der von OLZ gewählte Ansatz bezieht sich nur auf liquide und mittel- bis grosskapitalisierte Gesellschaften. Der Minimum-Varianz-Ansatz stellt in Verbindung mit der Optimierung der Varianz-Kovarianz-Struktur der Anlagen eine plausible, aber anspruchsvolle Umsetzung der Low-Vola-Prämie dar.

**«Low-Vola-Strategien erfordern strikte Anlagebeschränkungen; eine unreflektierte Selektion von weniger volatilen Aktien birgt die Gefahr für Sektorwetten oder illiquide Papiere.»**

*Haben die Erkenntnisse zu Faktorprämien im Aktienmarkt auch Relevanz für andere Anlageklassen wie Obligationen?*

In einem integrierten Kapitalmarkt müssen es dieselben Risikofaktoren sein, welche in den Aktien- und Bondmärkten entschädigt werden. Da es sich aber bei der Low-Vola-Prämie aber gerade nicht um eine Risikoprämie handelt, müsste dieser Zusammenhang genauer untersucht werden.

*Wenn man mit der Low-Vola-Prämie ein Alpha verdienen kann, vergibt man mit Indexieren viel Geld. Schlummert in den Vermögensanlagen der Schweizer Pensionskassen ein Optimierungspotenzial?*

Ich denke schon – aber es erfordert den Mut, den Anlageprozess und die Performancemessung von Mandaten so umzugestalten, dass man nicht bei der Herde liegen muss. Hier sehe ich das grösste Hindernis, um innovative Anlagekonzepte umzusetzen. Letztlich empfindet man jeden Franken, den die anderen gleichzeitig an der Börse auch verlieren, als kleineren Verlust als einen verlorenen Franken, für den man alleine gerade stehen muss.

*Wie könnten die Erkenntnisse aus der empirischen Kapitalmarktforschung (besser) den Weg in die Vermögensverwaltung finden?*

Eigentlich funktioniert es ja nicht schlecht: Verschiedene Theorien und Anomalien haben ihren Härtestest erst in der Praxis gefunden. Gerade Aspekte wie Marktliquidität oder Investorenrezeption kann man im Computer nur schlecht abbilden. Insofern lernt man durch die praktische Umsetzung von Kapitalmarktmodellen immer wieder Dinge, wie man bei der Theorie vergessen oder vernachlässigt hat.

*Herr Zimmermann, besten Dank für das Gespräch.*



## **Immobilienmarkt: heiss aber stabil**

39,3° Fieber habe der Patient. Das sei zwar hoch, aber immerhin: derzeit steige das Fieber nicht weiter, die Lage sei stabil, auch weil er grosszügig das fiebersenkende Medikament «tiefe Zinsen» verabreicht bekomme. **Alain Chaney**, Leiter Bewertung und Portfoliomanagement bei der auf Immobilienfragen spezialisierten IAZI AG, sieht zwar einige Indikatoren des Schweizer Immobilienmarktes wie beispielsweise das Preis-Miet-Verhältnis im roten Bereich. Doch insgesamt sei die Schweizer Wirtschaft heute weniger abhängig vom Immobilienmarkt als noch in den 90er-Jahren, als das Platzen der Immobilienblase tiefe Rezessionsspuren hinterliess. Heute sei die Schweizer Wirtschaft zwar weniger verwundbar und erste Anzeichen einer Abflachung seien erkennbar, doch sei die Lage so ernst, dass Chaney vor regulatorischen Experimenten am latenten Patienten warnt.

Die Aufhebung der Wechselkursuntergrenze habe zu einem Mix aus guten und schlechten Auswirkungen auf den Immobilienmarkt geführt. So sei die Bewertung von Renditeliegenschaften aufgrund der Einführung von Negativzinsen kurzfristig noch attraktiver geworden. Doch der gegenläufige Effekt sei, dass Zinssenkungen mittelfristig zu tieferen Mieteinnahmen führten, was längerfristig die Rentabilität der Liegenschaften mindere. Skeptisch zeigt sich Chaney gegenüber der Entwicklung von Geschäftsliegenschaften, wo sich aufgrund der sinkenden Nachfrage ein Überangebot abzeichnet.

## Keynote

# Asset Allocation in der Datenschwemme

*Sind Aktien besser als Anleihen? In seinem Keynote Referat schlug Prof. Dr. Claudio Loderer (Institut für Finanzmanagement, Universität Bern) den Bogen von den Anfängen der modernen Finanzmarktforschung, die auf Finanzmarktdaten angewiesen ist, zu den Risiken, die die heutige Datenschwemme birgt.*

Um die einleitende Frage zu beantworten, brauchte es Daten. Daten, die 1960 noch auf keiner zentralen Datenbank erfasst waren. Die US-Bank Merrill Lynch investierte daraufhin 300 000 US-Dollar und beauftragte die Professoren James H. Lorie und Lawrence Fisher vom Center for Research in Security Prices (CRSP) der Universität Chicago mit der manuellen Erfassung von Finanz- und Unternehmenskennzahlen. Lorie und Fisher stellten in Folge fest, dass Aktien von 1926 bis 1960 eine durchschnittliche Jahresrendite von 9 % erzielten und damit langfristig mehr abwerfen als Anleihen, jedoch auch riskanter sind. Diese Erkenntnis ist bis heute zentraler Baustein jeder Anlagestrategie.

Die CRSP-Datenbank stand damit am Anfang der modernen Finanzmarktforschung, im Rahmen derer von Prof. Eugene Fama die Theorie effizienter Märkte abgeleitet wurde. Eine Annahme, die aber auch ein halbes Jahrhundert später und Milliarden von Datensätzen mehr, umstritten ist – wie auch die Vergabe des Nobelpreises 2014 an Eugene Fama als Vertreter effizienter Märkte und Robert Schiller als Vertreter teilweise irrationaler Märkte zeigt.

Die Verfügbarkeit von immer grösseren Datenmengen und von immer leistungsstärkeren Rechnern hat auch zu neuen Geschäftsmodellen geführt. Ehemals exklusive Banken-

dienstleistungen sind heute beliebig skalierbar und entsprechend günstig. Innovative Fintech-Unternehmen dringen in das traditionelle Geschäftsfeld der Banken ein. Die Digitalisierung der Finanzindustrie wird in den nächsten 5 bis 10 Jahren weiter voranschreiten.

Auf den hoch kompetitiven Finanzmärkten sind Arbitragemöglichkeiten nahezu verschwunden. Doch die gewaltigen Rechenkapazitäten verleiten auch zu einer gefährlichen «Datensicherheit». Die Finanzkrise war nicht zuletzt das Resultat des blinden Vertrauens der Anleger in die komplexen Risikomodelle der Banken, Hedge Funds und Versicherungen. Doch das Risiko sei auch heute noch schwierig zu messen, mahnt Loderer. Das Momentum könne auch abstürzen, die Parameter sich als falsch erweisen. Gerade im Beispiel von Faktorprämien sei es bis heute nicht gelungen, abschliessend zu beantworten, ob diese auf einer Risikoprämie oder einem irrationalen Verhaltensmuster basieren würden.

Wichtig in diesem Zusammenhang sei für Anleger das Risikomanagement: Die Risiken laufend und soweit möglich messen und die Anlagen entsprechend anpassen, sei wichtig und richtig. Prof. Dr. Claudio Loderer empfiehlt aber auch eine Rückbesinnung auf grundsätzliche Anlagetugenden: Auf jeden Fall Diversifizieren und auf die Liquidität achten. Sinn und Zweck einer Anlagestrategie sollten einfach und verständlich sein – und die erwarteten Renditeprämien sollten eine glaubhafte empirische Evidenz aufweisen. Die Daten dafür sind verfügbar.

---

## Impressum

OLZ & Partners  
Asset and Liability Management AG  
CH-3011 Bern  
Telefon +41 31 326 80 00  
Telefax +41 31 326 80 01

Redaktion: Simone Hofer, econtext GmbH  
Layout: KWW Naumann