

## Das falsche Ziel im Visier

Passive Anlagen sind bei institutionellen Investoren im Trend. Doch wer indexiert, investiert nicht in «den Markt» sondern in ein ineffizientes Marktdurchschnittsportfolio. Stecken die Anleger in der Durchschnittsfalle? Der fünfte OLZ Smart Investing Day für institutionelle Anleger zeigte auf, dass sich aktive Strategien lohnen, wenn sie zu einem besseren Rendite-Risiko-Verhältnis führen.

«Im Durchschnitt ist der Hirsch erlegt»: Der erste Jäger hatte knapp links am Tier vorbeigezielt, der zweite scharf rechts vorbeigeschossen. Es wäre ein absurdes Beispiel, mit dem Andreas Jacobs, Verwaltungsratspräsident der OLZ & Partners, den fünften OLZ Smart Investing Day 2017 eröffnete, wenn nicht ähnliches passiert bei den Schweizer Pensionskassen, wenn auch aus anderem Grund. Weil diese in der Vergangenheit mit aktiven Managern ihr Anlageziel allzu oft verfehlten, und jeweils teuer mit einer Underperformance bezahlten, haben viele Pensionskassen das Zielen aufgegeben. Sie investieren lieber passiv in kapitalgewichtete Standardindizes. Diese entsprechen dem Marktdurchschnitt. Pius Zraggen, OLZ CEO und Gründungspartner, warnte in seinem Referat: «Investieren in den Marktdurchschnitt ist kein Allheilmittel». Die Pensionskassen haben das falsche Ziel im Visier. Die Finanzmärkte sind wohl informationseffizient, aber die Zusammensetzung des Index ist es nicht.

«Der kapitalgewichtete Marktindex ist nicht optimal diversifiziert.»

Langfristige empirische Studien belegen, dass es optimierte Portfolios gibt mit weniger Risiko und mehr Rendite als der kapitalgewichtete Marktindex.

### Benchmark wird zum Anlageportfolio

Die Kapitalgewichtung hat sich bei den Indizes weltweit als Standard durchgesetzt. Kapitalgewichtete Indizes haben gemäss Zraggen durchaus ihren Einsatzzweck, etwa für Strategiesimulationen im Rahmen von ALM-Studien oder als Benchmark zur Beurteilung der erzielten Resultate. Ein grosser Vorteil von Indizes sind die langfristig verfügbaren historischen Daten. Doch immer öfter wird der Benchmark zum Anlageportfolio von Pensionskassen.

Das ist problematisch: «Der kapitalgewichtete Marktindex ist nicht optimal diversifiziert», erklärt Zraggen. Weil alle Titel einzig aufgrund ihrer Grösse gewichtet und die Risiken nicht beachtet werden, enthält er erhebliche Mängel. Dazu ein

Beispiel: Die vier grössten Titel im Schweizer Aktienindex (SPI) haben mehr als 50 % Gewicht. Auch ein Laie versteht, dass die Gewichtung nach der Grösse keine optimale Diversifikationsmethodik sein kann.

### Gefährliches Herdenverhalten

Sinikka Demaré, ehemalige Anlagechefin der Pensionskassen von Dow Chemical und CEO von Ortec Finance, geht noch einen Schritt weiter. Sie ortet im Indexieren Anzeichen von Herdenverhalten. Passive Fonds erfuhren zwischen 2009 und 2015 ein Wachstum von 73 %. Schätzungen zufolge machen sie bis zu 24 % der globalen Assets unter Management aus. Weil die Indexierer weder auf Risikofaktoren wie die Korrelationen der Titel untereinander, die Volatilität oder auf die Bewertung der einzelnen Titel achten, wachsen die Indizes undifferenziert. Demaré warnt: Kapitalgewichtetes Indexieren sei mittlerweile «the most crowded strategy».

### Aktives Management lohnt sich

Der Index kann langfristig übertroffen werden, wobei mit aktiv keineswegs das klassische Stockpicking, Timing oder «closet indexing» (indexnahes Anlegen) gemeint ist. Letzteres sind vermeintlich aktive Strategien, die jedoch kaum vom Benchmark abweichen. Vielmehr gilt es, bei den bekannten Faktorprämien und den Risiken anzusetzen, um ein optimal diversifiziertes Portfolio zusammenzustellen. Dadurch kann das Portfoliorisiko deutlich reduziert werden, ohne die erwartete Rendite zu reduzieren.

Risikobasierte Strategien wie die Minimum-Varianz-Optimierung von OLZ berücksichtigen Volatilitäten und Korrelationen der Titel untereinander. Minimum-Varianz-Portfolios reduzieren nicht nur das Portfoliorisiko, sondern erwirtschaften langfristig auch eine bessere Rendite als Indexportfolios. Hinzu kommt, dass durch die optimierte Diversifikation Risikobudget frei wird, das in eine höhere Aktienquote investiert werden kann. Der Fokus auf das Risiko und eine bessere Diversifikation zahlen sich deshalb langfristig aus. Zraggen und Demaré waren sich einig: «Aktives Management lohnt sich auch in effizienten Märkten». Es gilt, das Know-how der Anleger zu stärken. Umso mehr in einem Umfeld, wo Durchschnittlichkeit nicht mehr nur die Folge des Herdenverhaltens, sondern zum expliziten Ziel der Herde geworden ist.

# «Indexieren ist die am meisten überkaufte Strategie»

Auch Schweizer Pensionskassen verfallen dem Herdentrieb. In der Folge steigt das Risiko von Preisblasen. Sinikka Demaré ortet im kapitalgewichteten Indexieren eine der am meisten überkauften Strategien. Im Interview nennt sie die Gründe, die Folgen sowie Massnahmen gegen blindes Herdenverhalten.

Interview: Simone Hofer Frei

## **Frau Demaré, wie ausgeprägt ist das Herdenverhalten von Schweizer Pensionskassen?**

Sinikka Demaré: Bei kleinen und mittleren Pensionskassen kann ein Herdenverhalten beobachtet werden. Ihre Anlagestrategien sind tendenziell sehr ähnlich, was aufgrund ihrer sehr unterschiedlichen Verbindlichkeiten und Risikofähigkeit nicht sein dürfte. Die Anlagestrategien der grossen Kassen hingegen unterscheiden sich eher.

## **Welchem Herdenführer folgen die Pensionskassen?**

In der Schweiz haben die Berater einen grossen Einfluss, ob neue Anlageklassen eingesetzt werden. Gewisse Modethemen wie ILS werden oft eingesetzt – was ich gar nicht verstehe. Andere Ansätze wie die Faktorstrategien viel seltener, weil die Berater sie nicht empfehlen.

## **Warum haben die Berater einen so grossen Einfluss?**

Ein Grund ist das Milizsystem. Die Schweizer Pensionskassen haben wenig eigene Ressourcen und Fachwissen, im Vergleich zu anderen Ländern. Der Stiftungsrat muss nicht nur die Entscheidungen treffen, sondern diese auch selber herbeiführen. Deshalb haben die Consultants viel Einfluss. Ein Problem ist, dass es keine Vergleichsstudien gibt über die Qualität der Beratung. Eine solche hat die Financial Conduct Authority (FCA) in UK kürzlich dazu bewogen, den Mehrwert der Investment Consultants künftig genauer zu prüfen.

## **Könnte es nicht auch von Vorteil sein, wenn sich kleinere Kassen an den Grossen orientieren?**

Pensionskassen sollten mehr zusammenarbeiten – sie sind ja keine Konkurrenten. In anderen Industrien gibt es Plattformen und Treffen zum Meinungsaustausch. Kleinere und mittlere Kassen könnten sich formieren und ihre Kompetenzen teilen, sowie voneinander oder auch von grösseren Kassen lernen.

# Die Durchschnittsfalle

Der Humangenetiker Markus Hengstschläger zeigte dem Publikum Wege aus der Durchschnittsfalle und der Durchschnittlichkeit. Es brauche mehr Peaks und Freaks.

Wie bereitet man sich am besten auf die Zukunft vor? Für Prof. Dr. Markus Hengstschläger, vielfach ausgezeichneten Humangenetiker und Bestsellerautor von «Die Durchschnittsfalle. Gene – Talente – Chancen», ist klar: Nicht mit Durchschnittlichkeit. Doch genau das passiert: in der Schule, bei der Berufswahl, bei der Beurteilung von Leistung, in der Gesellschaft: Was nicht der Norm entspricht, gehört angepasst. «Es ist für junge Menschen sicherer, mit der Herde zu irren, als alleine richtig zu liegen», stellte Hengstschläger fest. Das sei fatal für die Innovationsfähigkeit einer Gesellschaft: «Jeder, der nicht bei der Herde steht, erhöht die Wahrscheinlichkeit, einen Ball zu fangen, von dem wir nicht wissen, woher er künftig geflogen kommt».

Individuelle Talente und Besonderheiten sollten stattdessen früh erkannt und gefördert werden: «Jeder Mensch habe besondere Talente, aber sie sind nichts wert, wenn man sie nicht durch harte Arbeit fördert», erklärte der Humangenetiker den Zusammenhang zwischen Veranlagung und Erlernen. Es heisse in jedem Fall «üben, üben, üben», aber am besten dort, wo man ein Talent dazu hat. «Ein Elefant wird auch mit grösster Anstrengung niemals so behände auf einen Baum klettern wie ein Affe.»

Am besten für die Zukunft gerüstet sind möglichst breit und vielfältig aufgestellte Gruppen mit einer hohen intra- und interpersonellen Intelligenz – sprich Teams, in denen Peaks und Freaks – oder eben Elefanten und Affen – sich ergänzen. In der Finanzwelt würde man von einem gut diversifizierten Portfolio sprechen.

**Sie formulierten es so: «Es wurde noch kein Anlagechef gefeuert, weil er den Index gekauft hat». Ist es sicherer, nahe bei der Herde zu bleiben, auch wenn diese in die falsche Richtung läuft?**

Der Anreiz, besser als der Durchschnitt zu sein, fehlt. Im Gegenteil: Wer abweicht, nimmt hohe Risiken in Kauf. Ein Beispiel: Viele vermeintlich unabhängige Meinungsumfragen vor den US-Wahlen wurden angepasst, weil die Institute ihren eigenen Resultaten nicht trauten. Sie waren zu unterschiedlich von den anderen Umfragen. Das hat mich erschüttert, und es gibt Parallelen zum Beratungs- und Anlageprozess: Es braucht Mut, nicht mit der Mehrheit mitzulaufen.

«Es braucht Mut, nicht mit der Mehrheit mitzulaufen.»

**Wie können Pensionskassen schädliches Herdenverhalten vermeiden?**

Sie müssen ihre Entscheidungsprozesse kritisch hinterfragen und anpassen. Ihre Kompetenz muss gross genug sein, damit sie eine ganzheitliche und eigenständige Strategie auf allen Ebenen festlegen können. Daraus können sie die einzelnen Bausteine für die Umsetzung der Strategie ableiten. Dann ist es fast unmöglich, dem Herdentrieb zu verfallen.

**Sinikka Demaré, CFA**

Nur wenige weisen einen so grossen internationalen Erfahrungsrucksack auf in der Verwaltung von Vorsorgevermögen wie Sinikka Demaré. Die aus Finnland stammende Anlageexpertin war bei den Pensionskassen von Dow Chemical (21 Pensionskassen in 11 Ländern) für das Anlageportfolio verantwortlich, als CEO von Ortec Finance AG (2007–2012) betreute sie grosse Schweizer Pensionskassen. Heute ist Sinikka Demaré unabhängige Beraterin von Pensionskassen und ihren Asset Managern. Einen Ausgleich findet die Mutter von zwei Töchtern im Pferdestall und beim Reiten.

**Wird die Diversifikation genügend beachtet?**

Es gibt immer noch Pensionskassen, die zu einfache Modelle anwenden: Eine neue Anlagekategorie bzw. Datenreihe bedeutet mehr Diversifikation.

Das ist natürlich Blödsinn. Ein zu einfaches Modell kann Diversifikation zeigen, die es gar nicht gibt, oder umgekehrt keine Diversifikation zeigen, obwohl es sie gibt. Zudem müsste man auch bei den ALM-Studien den Einsatz der kapitalgewichteten Indizes hinterfragen.

**Warum ist Indexieren so beliebt, obwohl der kapitalgewichtete Marktindex erwiesenermassen kein effizientes Portfolio ist?**

Das kommt von der Industrialisierung des Asset Management. Der Anlageprozess sollte vereinfacht werden, und das geht sehr gut mit kapitalgewichteten Indizes. Hinzu kommt: Die Chance, einen guten Manager auszuwählen, scheint vielen Pensionskassen zu unsicher. Sie wählen die einfache Indexierungslösung und sparen lieber die Kosten. Das wäre ja kein Problem, wenn passiv Anlegen nicht gewichtige Nachteile hätte, vor allem aus der Risikoperspektive. Indexieren führt zu einer ineffizienten Nutzung des Risikobudgets.

«Indexieren führt zu einer ineffizienten Nutzung des Risikobudgets.»

**Wie würden Sie die Aktienquote umsetzen?**

Das einzige, was wirklich zählt, ist: Erreiche ich meine Ziele? Aktive risikobasierte Strategien bieten einen signifikanten Risikovorteil und verbessern die CVaR (conditional value-at-risk) basierte Sharpe Ratio, meine bevorzugte Kennzahl. Ist der Vorteil klein, wähle ich eher den Index, weil der Kostenvorteil überwiegt. Meist resultiert ein Mix aus aktiv und passiv.

**Wie beurteilen Sie einen aktiven Manager?**

Ich lege für jeden Manager ein Memo an: Warum wurde er ausgewählt, was erwarte ich von ihm? Dabei geht es nicht nur um die Rendite. Wenn ich eine Low-Risk-Strategie auswähle, dann ak-

zeptiere ich auch, dass die Rendite in gewissen Marktphasen tiefer ist als beim Index. Erfüllt ein Manager meine Erwartungen nicht und kann seine Performance nicht erklären, werde ich aber keine drei Jahre zuwarten.

**Was passiert, wenn immer mehr Anleger passiv investieren?**

Indexieren ist die am meisten überkaufte Strategie. Die Titel werden ja nicht aufgrund ihres fundamentalen Wertes oder wegen ihrer Risikoeigenschaften gehandelt, sondern weil sie Teil des Index sind. Die Preisfindung (Markt-Effizienz) kann beeinträchtigt werden, und die Preise können sich vom Gleichgewicht entfernen. Je mehr Geld passiv in identischen Portfolios angelegt wird, desto heftiger können die Korrekturen ausfallen, zumal sich ETF und Indexfonds sehr einfach verkaufen lassen.

**Sie haben Pensionskassen in verschiedenen Ländern geführt. Was können die Schweizer vom Ausland lernen?**

Der Prozess zur Definition der Anlagestrategie sollte in der Schweiz verbessert werden. Eine hieb- und stichfest definierte Strategie macht vieles einfacher. Kommt die Krise, weiss man, was zu tun ist. Der Fokus von ALM-Studien liegt meist auf der Sollrendite bzw. Zielrendite. Das greift zu kurz. Man muss die Risiken und die Sensitivitäten in den Anlagen und Verbindlichkeiten viel besser verstehen. Der ALM-Prozess

sollte auf das Management der Risiken in Bezug auf den Deckungsgrad ausgerichtet sein. Das ist viel aussagekräftiger als die Ausrichtung der Anlagen auf eine Sollrendite, bedingt jedoch einen deutlich aufwändigeren ALM-Ansatz.

Impressum

Herausgeber:  
OLZ & Partners

Asset and Liability Management AG

Redaktion: Econtext GmbH  
Gestaltung/Layout: Definitiv Design AG

# War Keynes ein guter Investor?

Eine Frage, der Prof. Dr. Claudio Loderer seine Keynote-Speech widmete, und damit Keynes von einer anderen Seite beleuchtete.

John Maynard Keynes ist einer der bekanntesten Ökonomen des 20. Jahrhunderts. Doch er hätte ebenso als Investor in die Geschichtsbücher eingehen können. Nicht weil er besonders erfolgreich war, sondern weil er innovativ war und am eigenen Portfolio erfuhr, was heute noch gilt: die Finanzmärkte sind kompetitiv. Prof. Dr. Claudio Loderer, OLZ-Gründungspartner und Verwaltungsrat, würdigte in seiner Keynote-Speech Keynes wichtigste Erkenntnisse als Vermögensverwalter.

Keynes verwaltete den Stiftungsfonds des Kings College an der Universität Cambridge, dessen Vermögen zunächst überwiegend in Ländereien und Hypotheken angelegt war.

## Innovativ, aber durchschnittlich

Als einer der ersten begann Keynes zu Beginn des 20. Jahrhunderts Vermögenswerte in Aktien umzuschichten, unter anderem weil er Bedenken bezüglich der Liquidität von Immobilienanlagen hatte. Keynes Anlageansatz basierte weitgehend auf «Trial and Error». Er glaubte nicht an Markteffizienz. Er wählte zuerst einen Top-Down-Ansatz, realisierte aber bald, dass Markt-Timing

nicht funktioniert und wechselte dann zu einem Bottom-up-Ansatz mit wenigen Titeln und einer Buy-and-Hold-Strategie. Insider-Informationen aus seinem grossen Netzwerk in der Londoner

«Keynes Anlageansatz basierte weitgehend auf <Trial and Error>.»

City trugen vermutlich wesentlich dazu bei (was ja damals legal war), dass Keynes mit einer jährlichen Rendite von 14,4 % (1924–1945) auch für die damalige Zeit überdurchschnittlich erfolgreich investierte (UK Equity Index 9 %). Leider stutzten

seine mässig erfolgreichen Rohstoffkontrakte und seine komplett erfolglosen Währungstrades seine Gesamtbilanz als Investor auf Durchschnittlichkeit zurück. Deshalb bleibt uns Keynes heute vor allem als grosser Ökonom in Erinnerung.

## News

### Bester Fonds «Aktien Schweiz» über 3 Jahre

Der OLZ Anlagefonds «OLZ Aktien Schweiz Optimierte IR» (Fonds für qualifizierte Anleger) rangiert mit einer kumulierten Performance von 38,87 % in der Rangliste von 140 Aktien Schweiz Fonds an erster Stelle über die letzten drei Jahre (2014–16).

Aktien Schweiz in Prozent	Rendite 2016	Rendite 2014–16	Risiko 2014–16
OLZ Aktien CH Optimierte IR	3,24	<b>38,87</b>	11,23
Swiss Equity Discovery Fund A	12,65	<b>38,11</b>	13,39
PS CH-Swiss High Dividend-P	10,35	<b>35,48</b>	12,18
SQ – Swiss Equities CHF A	6,46	<b>31,26</b>	9,84
zCapital Swiss Dividend Fund A	7,80	<b>30,39</b>	8,73
UBS ETF (CH) – MSCI Swi hUSD	0,65	<b>30,27</b>	17,56
BB Entrepreneur Switzerland	16,40	<b>30,06</b>	13,29
UBS ETF MSCI Swi 20/35 hUSD	–0,22	<b>27,08</b>	17,69
Finreon Swiss Equity IsoPro®	6,34	<b>27,03</b>	11,99
SGKB (Lux) Fund – Schweiz (CHF) B	6,46	<b>27,00</b>	10,95
Durchschnitt	0,64	<b>13,89</b>	12,51
Swiss Performance Index (SPI)	–1,41	<b>14,39</b>	12,15

Quelle: Neue Zürcher Zeitung, Auszug Beilage Anlagefonds vom 26. Januar 2017