

## Risiko muss sich lohnen

Am vierten OLZ Smart Investing Day wurde aufgezeigt, wie Anleger mit einem optimal diversifizierten Portfolio mehr Rendite erzielen können, ohne zusätzliche Risiken einzugehen.

«Mehr Rendite» wünschen sich wohl die meisten Schweizer Pensionskassenmanager, um die klaffende Lücke zwischen Soll- und effektiv erzielbarer Rendite zu stopfen. Weil von den Finanzmärkten keine Wunder zu erwarten sind, erst recht nicht bei historisch tiefen Zinsen, sind smarte Lösungsansätze gesucht. Solche präsentierten Prof. Dr. Claudio Loderer (Universität Bern), Prof. Dr. Klaus W. Wellershoff (Verwaltungsratspräsident Wellershoff & Partners) und Pius Zraggen (CEO OLZ & Partners) am vierten OLZ Smart Investing Day 2016 in Bern. Kaspar Hohler (Chefredaktor Schweizer Personalvorsorge) moderierte die Veranstaltung, die von über hundert institutionellen Anlegern und Finanzfachleuten besucht wurde.

### Hoher Renditedruck

«Da bleibt Geld liegen»: Dr. Andreas Jacobs, Verwaltungsratspräsident der OLZ & Partners, zeigte in seinem Eröffnungsreferat, dass Investoren systematisch eine deutlich tiefere Rendite als der Vergleichsindex (Benchmark) erzielen. «Das muss zu denken geben», findet Jacobs, besonders im jetzigen schwierigen Umfeld. Die Pensionskassen ringen um jeden Basispunkt, um die Renditelücke zu verkleinern, die mit der wachsenden Lebenserwartung und den tiefen Zinsen immer grösser wird. Welche Lösungsansätze gibt es?

Klaus W. Wellershoff stellte fest, dass die Erträge aller Anlageklassen gefallen sind. Er warnte

in seinem Referat jedoch vor riskanten Substitutionstrades, wie sie derzeit viele Finanzinstitute empfehlen. Unrentable Staatsanleihen durch riskantere Schuldpapiere wie High Yield- oder Schwellenländeranleihen zu ersetzen, sei der falsche Weg. Die erwartete Mehrrendite werde teuer erkaufte: «Sie kaufen andere, viel grössere Risiken ein», sagte er. Dadurch ändert sich der Charakter des Portfolios, was sich gerade in einem Bärenmarkt als fatal erweisen könnte, da High-Yield- und Schwellenländeranleihen mit Aktien korrelieren. Staatsanleihen hingegen stabilisieren ein Portfolio, auch wenn sie keine Rendite abwerfen. Eine Erhöhung der Aktienquote erhöht zwar auch das Portfoliorisiko, verändert aber zumindest nicht dessen Faktor-Exposure. Insgesamt sprach sich Wellershoff dafür aus, besser und intelligenter zu diversifizieren (vgl. Interview).

### Das Risikobudget bestmöglich einsetzen

«Bin ich effizient diversifiziert?»: Für Pius Zraggen ist dies eine Schlüsselfrage. Effizient diversifiziert ist ein Portfolio dann, wenn ein gegebenes Risikobudget optimal ausgenutzt wird. Er zeigte in seinem Referat auf, wie sich die erwartete Rendite erhöhen lässt, ohne zusätzliche Risiken einzugehen.

Zraggen empfiehlt, Anlageklassen wie High Yield- oder Schwellenländeranleihen, die mit Aktien korrelieren, durch erstklassige Staatsanleihen zu ersetzen. Durch die Reduktion des Kreditrisikos

wird Risikobudget frei, das dazu genutzt werden kann, das Engagement in Anlagekategorien zu erhöhen, die eine höhere Rendite versprechen – vor allem Aktien.

Als zweiten Schritt empfiehlt Zraggen, das Portfolio optimal zu diversifizieren. Empirisch ist seit 40 Jahren belegt, dass ein Portfolio mit gering schwankenden Wertpapieren langfristig besser abschneidet als der Index. Zraggen erklärte, dass das OLZ-Anlagekonzept genau auf dieser Erkenntnis aufbaut. Die Zusammensetzung erfolgt nach einer Minimum-Varianz-Optimierung, die auch Korrelationen berücksichtigt. Das Resultat sind optimal diversifizierte Portfolios mit einer deutlich tieferen Volatilität: Bei gleichem Risikobudget kann die Aktienquote erhöht werden. Zur Attraktivität des Ansatzes trägt zudem die Low-Volatility-Prämie bei, eine empirisch belegte Prämie für das Halten von Aktien mit geringer Schwankung.

### Innovation fördern

Doch Pius Zraggen weiss auch: «Der Minimum-Varianz-Ansatz löst nicht alle Probleme der Pensionskassen.» Im Vergleich zu anderen Lösungsansätzen bietet der Ansatz aber viele Vorteile, etwa gegenüber der politisch nur schwer durchsetzbaren Anpassung von Leistungsparametern oder der weitgehend bereits ausgeschöpften Reduktion der Verwaltungskosten und insbesondere gegenüber einer unkontrollierten Erhöhung des Anlage Risikos durch Substitutionstrades. Empirische Evidenz, dass der Ansatz funktioniert, liefert nicht zuletzt die Performance der OLZ-Fonds, die seit Lancierung in nahezu allen Kategorien deutlich über Benchmark liegt, bei rund 20 Prozent tieferem Risiko (Volatilität) als der Marktindex. Pius Zraggen stellt zufrieden fest: «Die Risikoreduktion geht nicht auf Kosten der Performance, im Gegenteil.»

Innovative Ansätze aus der empirischen Finanzmarktforschung – dazu gehört auch Minimum Varianz – finden oft nur schwer den Weg in die Portfolios. Mit dem OLZ Smart Investing Day will OLZ & Partners den Austausch zwischen Wissenschaft und Praxis fördern. Angesichts der grossen Herausforderung ist es umso wichtiger, dass Pensionskassenmanager ihrem Wunsch nach mehr Rendite nicht noch selber Steine – oder eben unnötige Risiken – in den Weg legen.

## «Wir empfehlen eine bessere Diversifikation»

Prof. Dr. Klaus W. Wellershoff kritisiert, dass viele Anlageentscheide auf der vermeintlichen Prognostizierbarkeit von Erträgen und auf zu hohen Renditeerwartungen gründen. Er empfiehlt Anlegern mehr Bescheidenheit und Risikobewusstsein.

Interview: Simone Hofer Frei

**Herr Wellershoff, Sie sagen, wir wüssten nur wenig über die künftige Entwicklung der Wirtschaft, aber dieses Wenige sei sehr mächtig. Was wissen wir denn heute?**

Klaus W. Wellershoff: Wir wissen über die grossen wirtschaftlichen Zusammenhänge Bescheid: Wir wissen, wann eine Volkswirtschaft zu viel Schulden hat, eine Währung zu stark ist und wie stark eine Wirtschaft wachsen kann. Daraus lässt sich zum Beispiel ableiten, dass die Trendwachstumsraten in vielen Volkswirtschaften in den nächsten Jahren deutlich fallen werden. Die Wachstumsverlangsamung in China ist somit überhaupt keine Überraschung.

**Die Finanz- und Wirtschaftskrise und die Ära des billigen Geldes haben doch aufgezeigt, dass vermeintlich fundamentale Grundsätze der Ökonomie nicht mehr gelten.**

Ich behaupte genau das Gegenteil. Sie haben uns gezeigt, dass sich die Finanzmärkte immer mal wieder und auch hartnäckig vom fundamentalen Gleichgewicht entfernen können. Je weiter sie

davon weg sind, desto grösser ist der Knall. Und ich fürchte, dass wir uns aktuell immer noch weiter weg bewegen von der Realwirtschaft.

**Sie sagen zwar, dass man Währungskurse nicht prognostizieren kann, und dennoch gehen Sie davon aus, dass der Franken wieder schwächer wird. Wie passt das zusammen?**

Man kann Währungskurse die meiste Zeit nicht prognostizieren. In 90 Prozent der Fälle beträgt die Wahrscheinlichkeit Fifty-Fifty, ob ein Währungspaar rauf oder runter geht. Doch in Zeiten extremer Überbewertung, wie wir sie derzeit beim Schweizer Franken zum Euro sehen, verschiebt sich dieses Chance-Risiko-Verhältnis auf 80:20. Wir trauen uns deshalb zu sagen, dass der Franken zum Euro über einen Zeitraum von zwei bis drei Jahren deutlich schwächer werden müsste.

**Ist der starke Franken (auch) ein «hausgemachtes» Problem?**

Er ist sogar zum grossen Teil ein hausgemachtes Problem. Die Kapitalverkehrsbilanz zeigt, dass

sich der Schweizer Franken in den letzten Jahren nicht aufgewertet hat, weil irgendwelche Fluchtgelder hierhergekommen sind, sondern weil die Schweizer selbst ihre im Ausland erwirtschafteten Überschüsse zurücktauschten. Insofern ist die Frankenstärke nichts anderes als das Spiegelbild der Angst der Schweizer vor Europa.

**Wie beeinflussen die Marktverzerrungen durch die ausserordentlich lockere Geldpolitik und das tiefe Zinsniveau das Risikobewusstsein?**

Auch hier passiert, was immer passiert, wenn die Geldpolitik sehr lange expansiv ist: Die Anleger wiegen sich in vermeintlicher Sicherheit. Sie nehmen viel mehr Risiken, als ihnen langfristig lieb sein wird.

**Heute Deflation – morgen Inflation? Empirie, Bauchgefühl, und Sie sagen in ihrem Marktausblick: Die Inflation wird wieder zum Thema. Nur wann?**

Sehr schnell. Aktuell ist diese Diskussion zwar durch den Rückgang des Erdölpreises in den Hintergrund gerückt, aber der Erdölpreis kann nicht ewig fallen. Ab dem Moment, wo der Erdölpreis seitwärts läuft, haben wir nur noch ein kurzes Zeitfenster, bevor die Inflationsrate stark steigen wird. Ein Beispiel: Sollte der Erdölpreis in zwölf Monaten wieder auf 50 US-Dollar steigen, wird die Inflationsrate in den USA innert Monaten von Null auf über drei Prozent ansteigen.

**Je nach Szenario – Inflation oder Deflation – sind ganz unterschiedliche Anlagestrategien gefragt. Wie sollen Anleger mit dieser Unsicherheit umgehen?**

Wenn die Inflationsraten und damit auch das Zinsniveau fallen, stehen Anlagen mit langer Duration im Vordergrund, weil sie sehr schöne Aufwertungsgewinne produzieren. In einem Umfeld mit seitwärts tendierenden oder sogar steigenden Inflationsraten und Zinsen sieht das Bild ganz anders aus. Dann kommen die Erträge nur noch aus den Ausschüttungen. Ich glaube, dass die allerwenigsten Anleger auf eine solche Veränderung vorbereitet sind. Die notwendige Implikation ist, dass sie darüber nachdenken, wieviel Zinsänderungsrisiko ihr Portfolio erträgt.

«Die Anleger nehmen viel mehr Risiken, als ihnen langfristig lieb sein wird.»

**Pensionskassen stecken in einer schwierigen Lage: Durch die Alterung der Bevölkerung steigen ihre Verpflichtungen. Soll- und effektive Rendite klaffen weit auseinander. Was läuft hier falsch?**

Wir operieren mit einer unrealistischen Vorstellung von Kapitalmarktrenditen, gegeben das sehr tiefe Zinsniveau. Wir werden die versprochenen Verzinsungen im Schnitt überhaupt nicht erreichen können. Hier ist ein Umdenken gefragt, aber ich bin pessimistisch, dass dies in nützlicher Frist geschehen wird.

**Die Performance vieler Anbieter liegt hinter der Benchmark. Was muss geändert werden, damit zumindest das Optimum aus den Vermögensanlagen erzielt wird?**

Die Anlagestrategien, aber auch die taktischen Allokationen bei der Verwaltung institutioneller Vermögen basieren auf einem Wissen, das wir uns irgendwann in den 70er- und 80er-Jahren erarbeitet haben. Viele Erkenntnisse der vergangenen Jahre finden keine adäquate Reflektion. Die heutigen Investmentansätze basieren auf der Annahme einer hohen Prognostizierbarkeit langfristiger Erträge. Das ist überhaupt nicht der Fall. Unsere Prognosefehler sind bei langfristigen Finanzmarkterwartungen praktisch genauso gross wie bei kurzfristigen. Hier ist viel mehr Bescheidenheit gefragt. De facto bedeutet das, dass wir besser diversifizieren müssen. Wir haben extreme Klumpenrisiken in Anlagen mit langer Duration, gerade auch in Immobilien. Das ging die letzten 35 Jahre gut, weil die Zinsen gefallen sind. Es wird nicht mehr gut gehen, wenn sich die Zinsen seitwärts bewegen oder steigen.

**Sie warnen davor, auf der Suche nach mehr Rendite Staatsanleihen im Portfolio durch High-Yield-, EM-Anleihen oder Senior Loans zu ersetzen, obwohl diese mehr Rendite versprechen. Warum ist das keine gute Lösung?**

Weil es nicht nur um Rendite geht. Diese Substitutionstrades, die wir in den letzten Monaten beobachten mussten, erhöhen nicht nur das Risiko der Portefeuilles, sondern haben ein ganz anderes Exposure gegenüber den Risikofaktoren zur Folge. So weist ein konservatives Pensionskassenportfolio mit Schwellenländeranleihen und Senior Loans plötzlich Risiken auf, die nicht beabsichtigt waren und nicht adäquat sind.

«Es ist unabdingbar, dass wir Risiken zumindest gleichgewichtet behandeln wie Renditen.»

**Lassen sich Risiken besser prognostizieren als Renditen?**

Es ist unabdingbar, dass wir Risiken zumindest gleichgewichtet behandeln wie Renditen. Das wird regelmässig vergessen. Denken Sie an die Jahresendgespräche, die viele Vermögensverwalter mit den Empfängern ihrer Leistung führen. Da wird nicht über Risiko geredet, sondern nur über Rendite. Insofern ist ein Ansatz wie Minimum-Varianz, der ganz bewusst versucht, diesen Teil der Finanzmarktrealität in den Mittelpunkt zu stellen, eine willkommene und sogar notwendige Ergänzung.

**Wie könnten solche neueren Erkenntnisse aus der Forschung schneller den Weg in die Vermögensverwaltung finden?**

Ein Grund für das Beharrungsvermögen in der Finanzindustrie ist der Herdentrieb. Der wichtigste Anreiz für viele institutionelle Anleger ist, möglichst nichts anderes zu machen als der Nachbar, um nicht angreifbar zu sein. Das ist sicherlich keine optimale Situation für Innovationen. Ich glaube, wir müssen explizit die Anreize für die Vermögensverwalter verändern.

# News

**Bester Fonds «Aktien Schweiz»**

Der OLZ Anlagefonds «OLZ Aktien CH Optimierte IR» (Fonds für qualifizierte Anleger) rangiert mit einer Performance von 15,07 Prozent im 2015 in der Rangliste von mehr als 130 Aktien Schweiz Fonds an erster Stelle. Die durchschnittliche Rendite aller Vergleichsfonds betrug im letzten Jahr gerade einmal 2,8 Prozent.

in Prozent	Rendite 2015	Rendite 2013–15	Risiko 2013–15
------------	--------------	-----------------	----------------

**Aktien Schweiz**

OLZ Aktien CH Optimierte IR	<b>15,07</b>	65,55	10,78
PS CH-Swiss Equities-P	<b>10,72</b>	52,04	12,38
1741 CH Min Volatility Idx B	<b>10,17</b>		
Albin Kistler Aktien Schweiz A	<b>9,67</b>		
1741 CH Quality Idx B	<b>8,42</b>		
B&P Vision-Q-Sel Switzerland	<b>8,29</b>	46,28	13,06
Unigestion Swiss Equities	<b>8,23</b>	49,28	10,97
UBAM CH Swiss S&M Cap Eq A	<b>8,14</b>	50,57	12,38
RFP Swiss Equity EW A	<b>8,08</b>	50,14	11,83
Finreon Swiss Eq IsoPro® CHF A	<b>7,90</b>	47,19	11,73
Durchschnitt	<b>2,80</b>	40,14	11,88

Quelle: Neue Zürcher Zeitung, Auszug Beilage Anlagefonds vom 28. Januar 2016

## Warum investieren Anleger aktiv, wenn Finanzmärkte effizient sind?

Sind Finanzmärkte effizient? Eine Frage, die Prof. Dr. Claudio Loderer während seiner gesamten akademischen Karriere begleitete, und der er seine Keynote-Speech widmete.

Loderer geht davon aus, dass die Finanzmärkte grundsätzlich effizient sind. Konkurrenz, Handel und Arbitrage führen dazu, dass alle öffentlich verfügbaren Informationen in den Kursen eingepreist sind. Das schliesst nicht aus, dass es zwischenzeitlich zu Abweichungen und Übertreibungen kommt oder dass einzelne Titel temporär über- oder unterbewertet sein können. Im Mittel jedoch müssen Anleger mit einer normalen durchschnittlichen Brutto-Rendite rechnen.

Dies impliziert, dass die Outperformance (Alpha) gegenüber einem Vergleichsindex (Benchmark) im Durchschnitt aller Investoren vor Abzug der Transaktionskosten Null sein muss. Daher stellt sich die Frage: Warum investieren die Anleger nicht ausschliesslich passiv? Für die Verkäufer (Sell-side) rechnet sich das Verfolgen aktiver Strategien, weil sie im Mittel ihre Kosten decken. Dies ist ein Grund, weshalb es aktive Manager bzw. Produkte gibt. Die Nettorendite dürfte im Mittel jedoch hinter der Benchmark liegen (negatives Alpha), weil noch Gebühren und Kosten hinzukommen.

Dies wiederum führt zur Frage, warum Anleger (Buy-side) diese Produkte kaufen, da sie ja im Mittel mit einem negativen Alpha rechnen müssen. Die Kosten einer passiven Anlagestrategie

wären tiefer und die erwartete durchschnittliche Rendite somit höher. Loderer folgert, dass die Anleger nicht nur nach Outperformance, sondern auch nach einer höheren Rendite (Risikoprämie) streben, die sie durch das Eingehen von Risiken erzielen können.

Die Investoren benötigen aber Anlagevehikel, die ihnen ermöglichen, ein gezieltes Exposure gegenüber bestimmten Risiken, Themen oder Faktoren einzugehen. Diese selber zu replizieren, wäre meist zu teuer. Aus diesem Grund ist aktives Management eine rationale Anlagestrategie, auch ohne zu erwartende Outperformance.

Mit einer Risikoprämie entschädigt werden, gemäss Loderer, allerdings nur sogenannte systematische Risiken. Beispiele dafür sind die Low Volatility Prämie oder die Small Cap Prämie. Unsystematische (diversifizierbare) Risiken sollten jedoch unbedingt vermieden werden. Für die Anleger heisst das: Nur Risiken (gezielt) eingehen, die systematisch entschädigt werden und als absolute Notwendigkeit: diversifizieren, diversifizieren, diversifizieren. Ein Ratschlag, den Claudio Loderer zeit seiner Karriere unermüdlich wiederholt und welchen die OLZ in ihren Produkten konsequent umsetzt, indem sie den Low-Volatility-Ansatz mit optimaler Diversifikation kombiniert.

## Der Spirit der Harmonie

«Ein Orchester führen ist eine Managementaufgabe mit Sofort-Rückmeldung»: Die Dirigentin und Ökonomin Lena-Lisa Wüstendörfer zeigte an Beispielen aus der Praxis, wie Dirigenten ihre Musiker mit unterschiedlichen Führungsstilen zu Höchstleistung führen: Autoritär, wie Herbert von Karajan, der seine Musiker akribisch Ton für Ton durch die Symphonie dirigierte. Ein Führungsstil allerdings, den sich moderne Orchester heute kaum noch gefallen liessen. Oder Riccardo Muti, der es versteht, 100 Prozent der technischen Fähigkeiten seiner Musiker einzusetzen. Oder Carlos Kleiber, der auch die Intuition seiner Musiker einforderte und ihnen dafür mehr Freiheiten gewährte.

«Es lohnt sich für einen Dirigenten, in die Leistungsbereitschaft seiner Musiker zu investieren», ist Wüstendörfer überzeugt. Nicht nur Wissen und Können, sondern auch das Denken der Mitarbeiter gelte es zu fordern und zu fördern. Lässt man den Musikern zu wenig Freiraum zur individuellen Gestaltung, leide langfristig die Motivation, sie üben weniger. Das hat Folgen: Im Orchester zählt jede Stimme, die schwächste wiegt sogar besonders schwer: «Sie können nicht schneller spielen, als die langsamste Geige es kann».

Die Parallelen zu Führungsaufgaben in Wirtschaft und Politik sind offensichtlich. Lena-Lisa Wüstendörfers überzeugender Auftritt hinterliess im Publikum den Eindruck, dass es ihr auch gelingen würde, die Belegschaft eines Unternehmens ohne Misstöne von einem behaglichen Andante zu einem beherzten Fortissimo zu dirigieren – mit oder ohne Taktstock.

Impressum

Herausgeber:

OLZ & Partners

Asset and Liability Management AG

Redaktion: Simone Hofer Frei, econcontext GmbH

Gestaltung/Layout: Definitiv Design AG