

Asymmetrische Strategien für eine verantwortungsbewusste Anlageverwaltung!



Von
Cédric Kohler
Responsable Advisory

Fundana SA

Im Rahmen der beruflichen Verantwortlichkeiten des Stiftungsrates alles andere als nebensächlich. Die per Gesetz¹ festgelegten Aufgaben eines Ratsmitglieds sind nicht nur zahlreich und komplex², sondern vor allem «unübertragbar und unveräusserlich».

Auch wenn der Stiftungsrat eine Aufgabe delegieren kann, bleibt er juristisch weiterhin haftbar, und jedes Mitglied haftet solidarisch für alle für alles. Fehler können strafrechtlich verfolgt werden. Der Rücktritt verläuft für ein Stiftungsratsmitglied eventuell nicht so reibungslos wie geplant. Eingeschränkt durch 19 Gesetzestexte, 1800 Normen und 640 Handlungsverpflichtungen, entwickeln viele Stiftungsräte verständlicherweise eine Risikoaversion, insbesondere wenn man bedenkt, dass die Kernkompetenz vieler Ratsmitglieder nicht in den Finanzen liegt. Es ist daher nicht überraschend, dass die Räte nur wenig Zeit für Anlagestrategien haben, und der aktuelle Trend zur Indexierung der Portfolios und einer einfachen strategischen Allokation in Obligationen, Immobilien und Aktien ist aus dieser Sicht nachvollziehbar.

Unterschätzte Performance

Aber ist das wirklich eine gute Strategie? Allzu oft unterschätzen Stiftungsräte die Bedeutung der Performance für eine gesunde Pensionskasse. Jeder Versicherungsmathematiker wird Ihnen ziemlich schnell aufzeigen, dass von allen das Ergebnis einer Kasse beeinflussenden Variablen wie Änderungen im Bestand der Beitragszahler,

technischer Zinssatz, Lebenshaltungskosten usw. die Performance mit Abstand die wichtigste ist. Eine Abweichung der Performance der Aktiva von -1% führt unter Umständen zu einem Anstieg der Beiträge um 2 bis 5%, wenn ein definitiver Deckungsgrad von 100% gehalten werden soll.¹ Ein verantwortungsbewusstes Stiftungsratsmitglied kommt daher kaum darum herum, sich umfassend mit der Anlageproblematik zu befassen.

Haben Sie «Asymmetrie» gesagt?

Angesichts der niedrigen Renditen von Obligationen, einem Anteil an Immobilien an der gesetzlichen Obergrenze und eines schwierigen Aktienmarkts gibt es jedoch Alternativen. Die Strategien vorteilhafter Asymmetrien sind eine solche Alternative und finden immer mehr Eingang in die strategischen Allokationen institutioneller Anleger.

Unser Leben wird jeden Tag von asymmetrischen Entscheidungen und Situationen beeinflusst, in denen wir mehr zu gewinnen als zu verlieren haben (vorteilhafte Asymmetrie) oder umgekehrt (unvorteilhafte Asymmetrie). Der Kauf eines Lotterieloses kostet nur wenige Franken, kann aber Millionen einbringen. Ein Optionenverkäufer nimmt dagegen Prämien in begrenzter Höhe ein, geht aber uneingeschränkte Risiken ein, wenn der Markt sich dreht.

In der Finanzwelt ist diese Art von Ungleichgewicht allgegenwärtig. Mit positiven Asymmetrien sind wir im Allgemeinen vertraut, mit negativen Asymmetrien weniger. Ein Anleger, der die Obligation einer privaten Gesellschaft erwirbt, kann Nutzen aus seinem Coupon ziehen, solange es dem Unternehmen gut geht. Bei Ausfällen verliert er dagegen nicht nur seinen Coupon, sondern auch den gesamten oder partiellen Nennwert. Auch alternative Anlagen des Typs Cat Bonds – auch ILS (Insurance Linked Securities) genannt –, deren Rendite durch die eingezahlten Prämien sichergestellt wird, können sich als katastrophal erweisen, wenn sich innerhalb eines Jahres ein Orkan, ein Tsunami und ein Erdbeben ereignen. Ein solches Szenario würde zu einem erheblichen Verlust der Ersteinlage führen.

Ein neues Prisma

Ein Anleger, der diese Asymmetrien zu erkennen lernt, entwickelt ein neues Prisma, das ihm ein besseres Verständnis der Risiken seiner Portfolios verschafft und ihm schliesslich dabei hilft, seine Renditen zu verbessern.

Die Anlagestrategie mit Long/Short-Aktien veranschaulicht dies sehr gut. In den letzten zwanzig Jahren erbrachte diese Strategie, über fünf Jahre rollend, eine durchschnittliche positive Rendite von 40% gegenüber



tableau 9_26 - 41x32x5cm

¹ Art. 51a BVG, am 1. Januar 2012 im Rahmen der Strukturreform in Kraft getreten

² Leistungen und Finanzierung, Reglemente, technische Grundlagen, Organisation, Bestimmung der Versicherten, Anlagen, Rückversicherungen, Bildung usw.

Vergleichstabelle der kumulierten Renditen über 5 Jahre rollend von 1993 bis 2014

	kumulierter Gewinn / Frequenz	kumulierter Verlust / Frequenz
MSCI World	+65% / 58%	-15% / 42%
Long/Short-Aktie	+40% / 98%	-2% / 2%
Wandelobligationen	+38% / 94%	-5% / 6%
Minimum Varianz	+38% / 100%	- / -

Hinweis: Die Zahlen beziehen sich auf Investitionen in US-Dollar. Berücksichtigter Zeitraum: April 1993 – April 2014 für MSCI World, Long/Short-Aktien und Wandelobligationen. Für minimaler Variance berücksichtigt Zeitraum: Juni 2002 – April 2014. Für Long/Short-Aktien wird ein Dach-Hedgefonds verwendet, um die typischen Verzerrungen (z. B. Überleben) der klassischen Indizes (z. B. HFRI) zu vermeiden. Für Wandelobligationen wird der UBS Global Convertible Bond Index verwendet. Für Minimum Varianz wird der Index Stoxx Global 1800 min. var. verwendet.

Quelle: UBS, Stoxx, Bloomberg, Fundana

einer durchschnittlichen negativen Rendite von 2% (siehe nachstehende Tabelle). Zu dieser ersten Asymmetrie kommt eine zweite hinzu, die Frequenz positiver und negativer Renditen, nämlich 98% und 2%.

Diese doppelt vorteilhafte Asymmetrie deutet, dass ein Verwalter, der mit einem Fenster von fünf Jahren in Long/Short-Aktien investiert, eine Chance von 98% hatte, eine durchschnittliche Rendite von 40% zu erzielen, und eine Wahrscheinlichkeit von 2%, einen Verlust von 2% zu erleiden! Im gleichen Zeitraum und ebenfalls über fünf Jahre rollend stieg die durchschnittliche positive Rendite des *MSCI World Index* auf 65%, während der durchschnittliche Verlust 15% betrug. Hinsichtlich der Frequenz ergibt sich in 58% der Fälle eine positive Rendite und in 42% der Fälle eine negative Rendite.

Hier ist deutlich der Nachteil herkömmlicher Anlagen in «long-only»-Aktien gegenüber asymmetrischen Strategien zu erkennen: Der *MSCI World* hat nicht nur grössere Einbussen erlitten (15% gegenüber 2%), sondern dies ausserdem mit einer viel höheren Frequenz (42% gegenüber 2%)!

In der nachstehenden Tabelle werden weitere Strategien mit ausgezeichneter Asymmetrie wie Wandelobligationen oder minimaler Varianz aufgezeigt.

Mehr verdienen oder weniger verlieren?

Anders als in der Physik oder in der Chemie gibt es in der Finanzwelt nur sehr wenige unabänderliche Gesetze. Es existiert jedoch eine einfache und essenzielle Regel, die der amerikanische Geschäftsmann Warren Buffett formulierte und die oft vergessen wird: «Regel Nr. 1: Verliere nie Geld. Regel Nr. 2: Vergiss nie Regel Nr. 1.» Für die langfristige Performance ist das Verlustmanagement von entscheidender Bedeutung. Muss erwähnt werden, dass, um einen Verlust von 50% auszugleichen, eine Performance von 100% generiert werden muss, um die Ersteinlage zurückzubekommen? Genau diese Klippe kann mithilfe der Strategien positiver Asymmetrien umschifft werden: Durch Einschränkung der Verluste senken sie das Risiko der Portfolios, während sie positive Entwicklungen an den Märkten mitnehmen.

Schlauer als John Maynard Keynes

Auch wenn einige vorgeben, in der Lage zu sein, die Volatilität der Portfolios durch das Erkennen der besten Zeitpunkte für Kauf und Verkauf («Market Timing») zu senken, sieht die Wirklichkeit weniger rosig

aus. Selbst John Maynard Keynes, einer der einflussreichsten Ökonomen und Finanziers des 20. Jahrhunderts, hat den Börsenkrach von 1929 nicht kommen sehen. Heute würde ihn aufgrund der Bilanz seiner Anlagestrategie, die sich hauptsächlich auf das «Market Timing» stützte, niemand mehr einstellen. 1929 hatte sein Vermögen nach zehn Jahren Anlageverwaltung die Hälfte seines ursprünglichen Werts verloren. Von 1924 (höchster Vermögensstand) bis 1929 (niedrigster Vermögensstand) erlitt sein Portfolio einen Verlust von 88%. Und um eine jährliche Rendite von 13% über 26 Jahre zu erzielen, brauchte er drei Jahre, in denen sein Portfolio mehr als 100% Anstieg verzeichnete. Es erscheint uns daher viel einfacher, Strategien der vorteilhaften Asymmetrie anzuwenden, anstatt zu versuchen, schlauer als John Maynard Keynes zu sein ...

Einfache und verständliche Strategien

Für viele Investoren sind alternative Anlagen nach wie vor schwierig zu verstehen, und die zugrunde liegenden Strategien sind für sie eine Black Box. Es gibt jedoch einen robusten und auf dem gesunden Menschenverstand basierenden Ansatz. Zunächst muss den einfachen und für die Ratsmit-



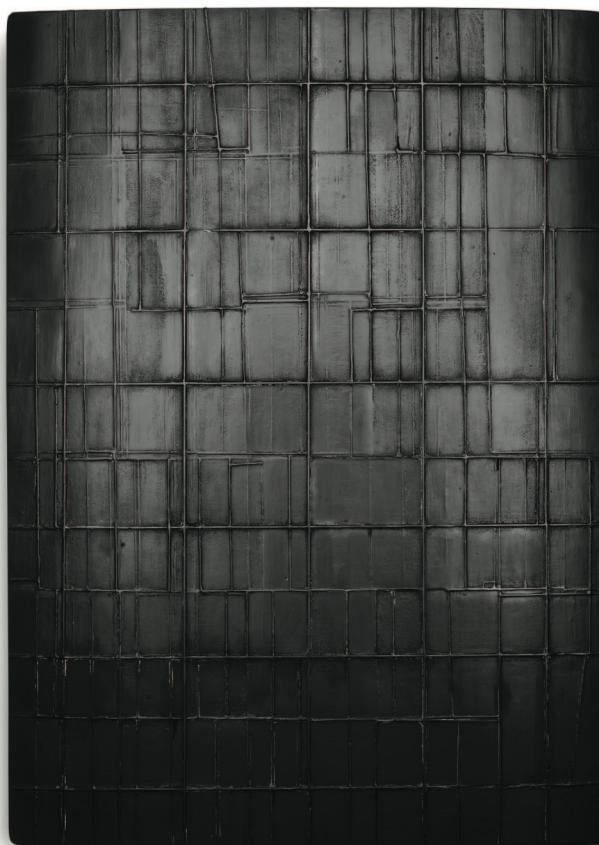
³ Erforderliche Entwicklung der Beitragsätze für einen definitiven Deckungsgrad von 100% bei einem Eingangssatz von 26,3% auf 20 Jahre. Weitere Annahmen: Bestand an Beitragszahlern 1%, Lebenshaltungskosten 1%, Performance 4%.

glieder leicht verständlichen Strategien der Vorzug gegeben werden. Mit einem einfachen Test lässt sich dies sicherstellen: Wenn ein Ratsmitglied seinen Kollegen die Strategie nicht leicht erklären kann, ist diese ungeeignet. Oder anders ausgedrückt: Es liegt auch in der Verantwortung eines Stiftungsratsmitglieds zuzugeben: «Ich habe nichts verstanden, können Sie es bitte noch einmal erklären!» Ausserdem muss das Mitglied seine Anlagen liquide halten. Damit hält sich der Anleger die Möglichkeit offen, seine Allokation jederzeit zu korrigieren, wenn er sich geirrt hat.

Halb so hohes Risiko

Unter den zahllosen Hedgefonds-Strategien erfüllt eine genau diese Kriterien: *Long/Short*-Aktien. Dieser einfache Managementansatz besteht darin, Wertpapiere zu kaufen, bei denen ein Kursanstieg erwartet wird (*Long*), und Wertpapiere zu verkaufen, bei denen ein Kursrückgang erwartet wird (*Short*). Auch wenn er ungewöhnlich ist, bleibt der *Short*-Ansatz intuitiv: Vom Rückgang der Aktie einer Gesellschaft profitieren, die entweder die Erwartungen des Marktes bezüglich Profiten enttäuscht, eine unpassende Strategie fährt oder noch schlimmer der Veruntreuung verdächtig wird. Mit dieser Strategie können Anleger vom Kursanstieg von Aktien profitieren und gleichzeitig die Rückgänge bei Korrekturen einschränken. Langfristig erhält man damit eine Rendite wie mit Aktien, aber mit halb so hohem Risiko! Alle Anlagekomitees sind mit den klassischen Allokationen und damit auch mit der Fundamentalanalyse von Gesellschaften vertraut, die das Herzstück der Strategie *Long/Short* bildet. Sie ist daher für alle leicht verständlich. Und da die Manager von *Long/Short*-Aktien auf den liquidesten Märkten der Welt tätig sind, ermöglicht diese Strategie den Anlegern auch, sich gegebenenfalls schnell zurückzuziehen.

Viele schweizerische Pensionskassen haben die Eignung eines solchen Ansatzes verstanden. Man muss nur den letzten Bericht des Bundesamtes für Statistik zur beruflichen Vorsorge in der Schweiz lesen, um sich davon zu überzeugen. Der investierte Gesamtbetrag aller Strategien zusammengekommen ist von CHF 16,1 Mrds 2006 auf CHF 15,9 Mrds 2012 gefallen und steht damit im direkten Widerspruch zur allge-



102x75x7cm

meinen Wahrnehmung, dass Pensionskassen aus den Hedgefonds geflohen sind. In Wahrheit ist ihr Anteil stabil geblieben.

Ruhige Tage

Wenn man es versteht, unvorteilhafte asymmetrische Strategien zu vermeiden und vorteilhafte asymmetrische Strategien zu bevorzugen, kann dies einen enormen Unterschied sowohl für die Performance der Portfolios wie für die Sorgen der Stiftungsratsmitglieder machen. Eine zu grosse Volatilität bei den Renditen sorgt für Stress, der oft zu falschen Entscheidungen führt. An einer Position festzuhalten, die 50% verliert (wie die Aktien 2002 und 2008), ist nicht einfach für ein Komitee, das ein minimales Risikomanagement umsetzen muss. Hinzu kommt, dass, auch wenn der Anlagehorizont einer Pensionskasse langfristig ist, der Stiftungsrat doch jedes Jahr hinsichtlich der Entwicklung seines Deckungsgrads bewertet zu werden scheint. Während eine Outperformance fast als normal angesehen wird, führt jede Underperformance, auch wenn sie kurzfristig ist, zu Vorwürfen. Wenn Sie also die Kritik schlechter Verwaltung und Beschwerden vermeiden und dabei Ihren

Verantwortlichkeiten als Stiftungsratsmitglied voll und ganz nachkommen wollen, nehmen Sie asymmetrische Strategien in Ihr Portfolio auf!

Diejenigen Ratsmitglieder, die verstanden haben, dass sie sich ihrer Verantwortung für die Performance durch Indexierung ihres Portfolios nicht entziehen können und stattdessen die langfristige Performance in den Vordergrund rücken, werden ohne Zweifel ruhigere Tage geniessen können. ■