



Nicht immer führt der vermeintlich beste Weg auch zum Ziel.

BILD: MATT DUTILE/IMAGE SOURCE/PLAINPICTURE

# Wenn die Suche in die Irre führt

**ALTERNATIVE RISIKOPRÄMIEN** Die evidenzbasierte Vermögensverwaltung deckt Fehlüberlegungen auf.

Roman von Ah

Die Beurteilung zukünftiger Anlagechancen startet mit risikolosen Zinsen. Bei Aktien werden historische Zeitfenster herangezogen, um eine Prognose des Ertrags abzuleiten, allenfalls unter Einbezug gegenwärtiger Bewertungsniveaus. Diese Vorgehensweise ist bei Obligationen verführerisch, aber falsch. Die gegenwärtige Zinskurve bestimmt die zukünftige Performance von Obligationen. Sämtliche von der Eidgenossenschaft emittierten Bonds werden über die gesamte Laufzeit Kapital vernichten (sic!).

Die Anlagestrategie bestimmt über 90% des Ertragspotenzials. Je nach Risikotoleranz werden Anlagekategorien gemischt. Anlagekategorien sind Gruppierungen von – in Bezug auf Ertragspotenzial und Risiken – ähnlichen Einzelinvestments. Idealerweise sind sie ökonomisch begründet und empirisch fundiert. Kombinationen, die den Risiko-Ertrag-Trade-off optimieren, liegen auf der Effizienzgrenze (vgl. Grafik).

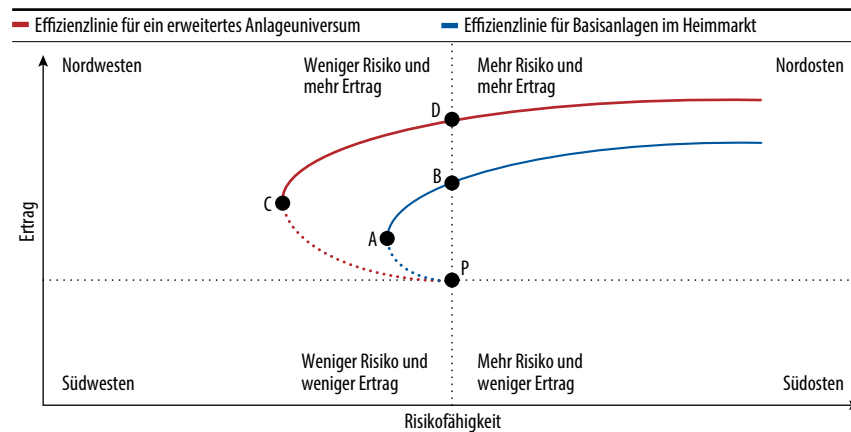
## STREBEN NACH OBEN LINKS

Wir starten mit einem Portfolio P aus Geldmarkt, Bonds, Immobilien und Aktien. Ein optimierter Portfoliomix auf der Effizienzlinie zwischen A und B ist doppelt vorteilhaft: Im Vergleich zu P ist das Risiko tiefer und das Ertragspotenzial höher. Werden höhere Risiken als P akzeptiert, steigert ein Portfoliomix rechts von B das Potenzial. Der Südwesten und der Südosten sind ökonomisch unsinnig.

Die Anlageprobleme sind für alle Investoren gleich: Erstens sollte das Portfolio auf der Effizienzgrenze liegen. Zweitens wird, je nach Ertragsziel respektive akzeptierbarem Risiko, aus allen effizienten Portfolios das ideale gewählt. Die Situation kann verbessert werden, wenn die Effizienzgrenze durch Erweitern des Anlageuniversums nach oben geschoben wird: D hat einen höheren Ertrag bei gleichem Risiko wie B oder P.

Langfristig setzen sich Anlagen mit positiven Diversifikationseigenschaften durch. Ihre Risiken sind systematisch positiv zu entschädigen, wobei die Rendite mit steigendem Risiko wächst. Der Ertrag sollte möglichst wenig, oder negativ, mit dem Heimmarkt korreliert sein. Dazu gehören ausländische Anlagen inklusive Schwellenländer und nichttraditionelle Anlagen (AI) wie zum Beispiel Hedge Funds, Private Equity, Venture Capital, Private Debt, Realanlagen (Immobilien, Infrastruktur, Landwirtschaft,

## Suche nach dem «Nordwesten»



Quelle: Swiss Rock / Grafik: FuW, sm

## Bereinigte Indexzeitreihen als Input-Größen der Portfoliooptimierung

	Volatilität in %				Aktien-Korrelation in %		Aktien-Beta	
	ausgewiesen	adjustiert	trad. Risiken	spezifisch	ausgewiesen	adjustiert	ausgewiesen	adjustiert
Private Equity	11	22	17	5	75	75	0,5	1,0
Venture Capital	25	52	26	26	41	45	0,6	1,4
Infrastruktur (kотиert)	15	17	12	6	56	56	0,5	0,6
Farmland	7	14	12	2	-13	1	-0,1	0,0
Forstland	9	17	11	6	11	18	0,1	0,2
Immobilien (Unleveraged)	5	13	9	4	13	52	0,0	0,4
Immobilien (Kern)	6	16	11	5	12	47	0,0	0,5
Immobilien (Mehrwert)	9	21	14	7	16	49	0,1	0,6
Immobilien (Opportunistisch)	12	31	22	9	31	47	0,2	0,9
Hedge Fund Index	7	9	8	1	76	74	0,4	0,4
Aktien	18	19	19	1	99	95	1,0	1,0
Obligationen	5	6	6	0	-62	-56	-0,2	-0,2

*Lesebeispiel: Publierte Private-Equity-Indizes haben eine Ertragsvolatilität von 11%. Die im Portfoliokontext statistisch notwendige Bereinigung der hohen Autokorrelation verdoppelt die Volatilität auf 22%; 17 Prozentpunkte können mit traditionellen Faktorisiken erklärt werden, 5% sind anlagensegmentsspezifisch (bspw. Titelauswahl und Faktor-Timing). Die Aktienkorrelation liegt bei 75%. Das Aktienbeta steigt von 0,5 auf 1. Die am Markt kontinuierlich gehandelten Indexzeitreihen Aktien, Obligationen und gehandelte Immobilien haben folgerichtig keinen Bereinigungsbedarf.*

Quelle: Niels Pederson, Sébastien Page, Fei He: «Asset Allocation: Risk Models for Alternative Investments», 2014

Wälder, natürliche Ressourcen) oder Insurance Linked (beispielsweise Cat Bonds, vgl. Seiten 14 und 15).

Der Sales Pitch für nichttraditionelle Investments ist schnell skizziert: Sie brächten eine hohe Risikoprämie, eine tiefe Volatilität und eine geringe Korrelation mit traditionellen Anlagen. Deshalb sei es vorteilhaft, einen (hohen) Anteil in AI zu investieren. Theoretisch ist dagegen nichts einzuwenden. Als logische Konsequenz aus den Annahmen folgt die Verschiebung der Effizienzgrenze nach oben. Über den Realitätsgehalt ist damit jedoch nichts gesagt.

## WENIGE TREIBER ENTSCHEIDEN

Erfolgreiches Anlegen nutzt ertragbringende Chancen und verzichtet auf unentschädigte Risiken. Anlagekategorien sind wirksam entlohnte Risikoquellen. Künftiger Ertrag lässt sich in Komponenten zerlegen, die Zusatzrisiken in Form von Risikoprämien kumulativ entschädigen.

Eine Anlagekategorie ist der Geldmarkt, wo das risikofreie Investment die erwartete Inflation mindestens kompen-

sieren sollte. Bei längerfristigen Regierungsanleihen kommt eine Prämie für das Zins- und bei Unternehmensanleihen für das Konkursrisiko hinzu. Auch Immobilien sollten einen positiven Realertrag bringen und das Halte- sowie das Illiquiditätsrisiko entschädigen.

In aufsteigender Reihenfolge von Ertrag und Risiken bringen gross- beziehungsweise kleinkapitalisierte und nichtkotierte Aktien weiteren Zusatz-ertrag. In jüngster Zeit wird die Aktienrisikoprämie weiter aufgegliedert, zum Beispiel in Kapitalisierung, Substanz, Qualität und Momentum.

Anlagekategorien sind gegenüber Risikofaktoren wie Zins-, Kredit-, Aktien- und Liquiditätsrisiken exponiert. Diese wiederum sind verknüpft mit Wachstums-, Rezessions-, Inflations-, Zahlungsbilanz-, Währungs-, Fiskal- oder politinstitutionellen Risiken.

Alternative Investments unterliegen in überraschend hohem Ausmass denselben Risikofaktoren. Wie die empirische Finanzmarktforschung unzählig belegt, wird der unterstellte Ertrag deut-

lich über- und die Volatilität ebenso deutlich unterschätzt.

Bedingt durch Auswahl (Survivorship und Selection Bias) sowie seltenes Trading (Infrequent Sampling) überschätzen AI-Indizes den realisierbaren Ertrag deutlich<sup>1</sup>.

AI-Anlagen sind meistens nicht oder deutlich reduziert marktgehandelt. Das führt zu einem geglätteten Renditeverlauf (hohe Autokorrelation); sie überzeichnen die Diversifikationsvorteile – zu tiefe ausgewiesene Volatilität und Korrelation – substanziell, wie die Tabelle links zeigt.

## ZURÜCK ZU DEN WURZELN

Die Finanzindustrie passt sich ökonomischen Strukturveränderungen an. Die Ausdifferenzierung der Vermögensbausteine ermöglicht die Festlegung der Anlagestrategie, die dem Risikoprofil und den Ertragsvorstellungen von Investoren optimal entspricht. Selbst soziale oder politische Zielsetzungen und Phasen im Lebenszyklus können berücksichtigt werden.

Marktschreierisch angepriesene «Produktinnovationen» mit dem Claim «hoher Ertrag bei tiefem Risiko» sind kritisch zu hinterfragen. Faire Empfehlungen können aus objektiver, nicht produktorientierter Analyse abgeleitet werden. Risiken sind nach oben und Erträge deutlich nach unten zu revidieren. Das reduziert die Vorteilhaftigkeit nichttraditioneller Anlagen («There is no free lunch»). Dafür steigt der Realitätsgehalt der Aussagen.

<sup>1</sup> Enzyklopädische Übersicht (ca. 850 wissenschaftliche/empirischen Arbeiten), kontextualisiert und kommentiert, von Andrew Ang in: «Asset Management – A systematic approach to factor investing», OUP, 2014, oder: Niels Pedersen et al. in: «Asset Allocation: Risk Models for Alternative Investments», Financial Analysts Journal, 2014.

Roman von Ah, Vorstandsmitglied Schweizer Finanzanalysten SFAA, VR-Präsident und Dozent Azek, VR Pensimo Fondsleitung und Geschäftsleiter Swiss Rock Asset Management