

Anlageerfolg dank Industrialisierung

STRATEGIE Die Verwaltung institutioneller Vermögen folgt einer industriellen Logik. Das ritualisierte Vorgehen hat aber auch seine Nachteile. Die meisten Privatanleger haben keine erkennbare Strategie, sondern ein Sammelsurium von Produkten.

Roman von Ah

Die Vermögensverwaltung institutioneller Anleger wie Pensionskassen und Versicherungen folgt global einer industriellen Logik. Gute Governance, Transparenz, Zielorientiertheit, Arbeitsteilung und Resultatkontrollen lassen ein kontinuierliches Qualitätsmanagement (Kaizen) mit tiefen Kosten zu.

Zunächst wird die Anlagestrategie festgelegt: die zielgerichtete, planmässige Aufteilung des Vermögens auf eine oder mehrere Anlagekategorien. Sie ist das optimierte Resultat der aufwendigen Analyse von Aktiven und Passiven, Beiträgen und Auszahlungen von Vor-

«Oft wird von den aufwendig erstellten Lösungsangeboten leider nur das Management Summary gelesen.»

sorgeinstitutionen, mit Blick auf vorzufinanzierende Leistungsversprechen, unter Berücksichtigung von Risikofähigkeit und Risikotoleranz (Asset-Liability-Analyse). Die Anlagestrategie bestimmt bei richtiger Diversifikation die zukünftigen Ertrags- und Risikoeigenschaften weitgehend. Anlagekategorien sind Gruppierungen von – bezüglich Ertragspotenzial und Risiken – ähnlichen Einzelinvestments. Idealerweise sind sie ökonomisch begründet und leiten sich aus Finanztheorie und Empirie ab, was die Objektivität erhöht und die intersubjektive Nachprüfbarkeit zulässt.

PROZESSLOGIK IST TOP-DOWN

Die Umsetzung kann auf Einzeltiteln oder indirekt auf Bausteinen (Fonds, Anlagestiftungsvermögen) basieren, passiv einen Index replizierend oder aktiv davon abweichend. Weiter zu entscheiden ist die Selbst- oder Fremdverwaltung. Anlageergebnisse und Risiken werden regelmässig

gemessen, in ihre Werttreiber und Risikofaktoren zerlegt und rapportiert.

Institutionelle Vermögen werden treuhänderisch verwaltet. Von den Versicherten gewählte Stiftungsräte bilden die Governance und sind für die Langfriststrategie verantwortlich; diese wird periodisch überarbeitet. Fachgruppen wie Anlagekommissionen, externe Consultants oder Aktuarien unterstützen die Milizorgane in ihrer Entscheidungsfindung.

Die individuelle Vermögensverwaltung und -beratung lässt viel Spielraum zur deutlichen Qualitätserhöhung («Individualisierung») offen. Die meisten Privatanleger haben keine erkennbare Strategie, sondern sind in ein Sammelsurium von Produkten (Einzeltitel, Fondsanteile, strukturierte Produkte und Lebensversicherungspolice) investiert. Sie sind medialem Trommelfeuer marktschreierisch angepriesener «Produktinnovationen» ausgesetzt, wobei selten mehr als die Verpackung wirklich neu ist. Sie agieren häufig wie Konsumenten, die dem «Flavour of the Last Month» hinterherrennen, investieren zu spät im Zyklus und verkaufen dann, wenn die Märkte schon gefallen sind. Monitoring und Governance finden kaum statt.

Dabei sind die Erfolgsfaktoren für institutionelle Kunden und Privatanleger identisch; nur die Nebenbedingungen

ZEHN GEBOTE DES ERFOLGREICHEN ANLEGENS

- 1 Strategie bestimmt den Erfolg
- 2 Kapitalmarkt entschädigt nur nicht diversifizierbare Risiken
- 3 Risikoprämien zeigen die wirksam entschädigten Risikoquellen auf
- 4 Zukünftiger Erfolg von Einzelanlagen ist statistisch nicht abschätzbar
- 5 Inflation kompensieren ist das minimale Anlageziel
- 6 Sparen lohnt sich nur bei positivem Realertrag
- 7 Höherer Ertrag ist immer mit dem kleinstmöglichen Zusatzrisiko anzustreben
- 8 Mehrertrag ohne Risiko ist nicht möglich
- 9 Kosten so gut wie möglich vermeiden
- 10 Skepsis gegenüber Timing-Versprechen

sind unterschiedlich. Erfolgreiches Investieren heisst Chancen nutzen, die Ertrag bringen, und auf Risiken verzichten, die nicht entschädigt werden. Anlagekategorien sind wirksam entlohnte Risikoquellen, woraus sich Risikoprämien speisen. Diese bestimmen die Anlageergebnisse weitgehend.

WENIGE WERTTREIBER

Zukünftiger Ertrag lässt sich in Komponenten zerlegen, die Zusatzrisiken in kumulativer Form entschädigen. Eine Anlagekategorie ist der Geldmarkt, wo das risikofreie Investment die erwartete Inflation mindestens kompensieren sollte. Bei längerfristigen Regierungsanleihen kommt eine Prämie fürs Zins- und bei Firmenanleihen fürs Konkursrisiko hinzu. Auch Immobilien sollten positiven Realertrag bringen und das Halte- und Illiquiditätsrisiko entschädigen. In aufsteigender Reihenfolge von Ertrag und Risiken bringen gross- bzw. kleinkapitalisierte und nicht-kotierte Aktien weiteren Zusatzertrag.

In jüngster Zeit wird besonders die Aktienrisikoprämie weiter aufgegliedert, in beispielsweise Kapitalisierung, Substanz, Qualität, Momentum und anderes. Diese Subgruppierungen haben im Zeitablauf eine gewisse Eigendynamik. Die Bezeichnung dafür ist Smart oder Dynamic Beta oder auch Faktor-Investing. Es bleibt festzuhalten, dass keine dieser Strategien die anderen dominiert. Es geht letztlich um die taktische Aufteilung von Aktienfaktorrisiken im Zeitablauf.

GEFAHR VON DENKSTILLSTAND

Wer je ein öffentliches Ausschreibungsverfahren für institutionelle Vermögen mitgemacht hat, mit «Request for Information», «Request for Proposal», wettbewerblich organisierter Kundenpräsentation vor Entscheidungsträgern und Consultants sowie der Vertragsverhandlung im erfolgreichen Fall, der ist zunächst einmal beeindruckt – und nach der schriftlichen Beantwortung erschlagen – von der differenzierten Strukturierung sowie der Menge erhobener Fragen.

Die ritualisierte Vorgehensweise in einer industriellen Prozesslogik hat neben vielen Vorteilen auch problemati-

sche Seiten. Stiftungsräte und ihre Kommissionen sind oft Milizorgane und sind von der Informationsmenge, geschweige denn von den Inhalten, stark gefordert. Der Wunsch nach Vereinfachung und Delegation ist nachvollziehbar. Die Erfahrung zeigt leider, dass von den aufwendig erstellten Lösungsangeboten oft nur das Management Summary der zur Beratung herbeigezogenen Spezialisten gelesen wird. So kön-

«Chancen nutzen, die Ertrag bringen, und auf Risiken verzichten, die nicht entschädigt werden.»

nen Inhalte, Empfehlungen und Anregungen sowie alternative Denkansätze leicht verloren gehen. Die Gefahr besteht, dass sich eine Art Konsensverhalten institutioneller Anleger breitmacht, innerhalb dessen sich niemand exponieren will, alle auf die Herde vertrauen und sich hinter Indizes – passiv umgesetzt – verstecken.

Zweifel seien an dieser Stelle erlaubt. Der einzige wirklich passive Anlageentscheid ist die Titelselektion innerhalb eines vorgegebenen Indexuniversums; alle anderen Entscheide sind aktiv, mit spezifischen Vor- und Nachteilen sowie nicht eliminierbaren Unsicherheiten.

Die Verantwortung kann trotz aufwendig erarbeiteten Entscheidungsgrundlagen, oft unterstützt durch externe Spezialisten, nicht delegiert werden. Dem Stiftungsrat obliegt es, die Entscheide in einem Umfeld von Unsicherheit zu fällen und dafür die volle Verantwortung zu übernehmen, bis hin zu persönlichen Haftungsrisiken im Fall gravierender Fehlleistungen oder Versäumnisse.

Roman von Ah, Vorstandsmitglied Schweizer Finanzanalysten, VR-Präsident und Dozent AZEK und Geschäftsführer Swiss Rock Asset Management

Überzeichneter Kontrast zweier Anlegersegmente

Institutionelle Anleger Pensionskassen, Versicherungen, Stiftungen	Retail-Anleger Sie und ich
Haben eine Strategie bzw. Anlagepolitik	Haben keine Strategie, sondern Produkte – Unterschiedlich ausgeprägt im Advisory bzw. in der Vermögensverwaltung
Top-down-Prozess: zuerst die Strategie, dann die Umsetzung	Bottom-up-Investitionen – Einzeltitel, Fonds, strukturierte Produkte, Annuitäten
Strategie basiert auf Asset-Liability-Analyse	Retail-Investoren agieren wie Konsumenten – Sind Marketing/Branding der Produzenten ausgesetzt – Zahlen für Werbung und Markenentwicklung – Halten austauschbare Produkte – Unterliegen Gesetzmässigkeiten der Medien
Festlegung Asset Allocation – Cash, Bonds In-/Ausland, Immobilien, Aktien In-/Ausland – Anteile am Vermögen – Abweichungstoleranzen und Rebalancing-Regeln	Wenig Monitoring
Umsetzung und Kontrolle – direkt/indirekt – aktiv/passiv – selbst-/fremdverwaltet – Kostenfokus (direkt/indirekt)	keine Governance
Governance – Stiftungsrat – Aktuarien und Consultants	
Review der Strategie (periodisch)	