

## Risiken im Aktienportfolio reduzieren

# Kapitalgewichtet ist nicht gleich effizient

Die meisten Pensionskassen haben in den letzten Jahren Massnahmen zur nachhaltigen Sicherung ihrer Leistungen ergriffen. So wurden Verwaltungskosten reduziert oder technischer Zins und Umwandlungssatz gesenkt. Vielfach reichen diese Sparmassnahmen alleine nicht aus. Vergessen geht oft, dass auch die Anlageseite Verbesserungspotenzial birgt.

Pensionskassen definieren und überprüfen ihre Anlagestrategie im Rahmen von Asset-Liability-Management (ALM)-Studien. Diese ALM-Studien stützen sich in der Anlageklasse der Aktien in der Regel auf historisch beobachtete Renditen und langfristige Risikoprämien. Diese wiederum basieren oft auf kapitalgewichteten Indizes, wie beispielsweise dem MSCI-Welt-Index oder dem SPI. Die Rendite- und Risikoeigenschaften der vorgeschlagenen Anlagestrategien entsprechen somit denjenigen kapitalgewichteter Indizes.

Als Konsequenz werden meist ebenfalls kapitalgewichtete Indizes als Benchmarks gewählt, in der Annahme, dass diese den Markt abbilden und somit effizient sein müssen. Effizient bedeutet in diesem Zusammenhang, dass der Index als Benchmark für ein gegebenes Risikoniveau jeweils die höchstmögliche erwartete Rendite verspricht.

Allerdings ist in zahlreichen Untersuchungen nachgewiesen worden, dass dies in der Praxis nicht zutrifft. Beispielsweise publizierten Haugen/Baker bereits 1991 im Journal of Portfolio Management den Artikel «The efficient market inefficiency of capitalization-weighted stock portfolios – matching the market is an inefficient investment strategy». Harry Markowitz selbst hält 2005 fest, dass kapitalgewichtete Indizes einzelner Anlageklassen nicht dem effizienten Marktportfolio entsprechen (das alle Aktiven enthält und nicht nur Aktiengesellschaften ab einer bestimmten Grösse und Free Float).

### Vorgabe erfüllen, fast um jeden Preis

Zu dieser Problematik kommt hinzu, dass die typische Vorgabe an den Manager eines institutionellen Aktienmandats die Maximierung des Information Ratio und nicht des Sharpe Ratio ist: Das heisst, der Manager soll möglichst wenig von der Vorgabe (Benchmark) abweichen und trotzdem eine Outperformance erzielen (Information Ratio), nicht möglichst viel Rendite bei möglichst wenig Risiko (Sharpe Ratio).

Die Portfoliomanager haben dadurch einen Anreiz, mit der tatsächlichen Anlage möglichst nahe an einer Benchmark zu sein, statt eine Anlagestrategie zu verfolgen, die im Gegensatz zur Benchmark rendite/risiko-optimiert ist und damit ein höheres Sharpe Ratio aufweist. Somit hindern die Vorgabe einer kapitalgewichteten Benchmark und der Fokus, nicht von ihr abzuweichen, die Anlageverantwortlichen daran, die vorhandenen Anlagemöglichkei-

ten und Diversifikationspotenziale optimal zu nutzen.

### Verwaltungskosten und Opportunitätskosten

Die somit bei der Umsetzung oft gewählten kapitalgewichteten Aktienindexportfolios sind hinsichtlich der Verwaltungskosten sehr günstige Anlagen. Es stellt sich also die Frage: Wieso sollte ein Investor höhere Verwaltungskosten bezahlen?

#### In Kürze

- > Oft wird bereits in den ALM-Studien der Weg zu (kapitalgewichteten) indexierten Anlagen geebnet
- > Eine Ausrichtung des Portfolios nach Risikoaspekten kann helfen, eine Unterdeckung zu vermeiden

Verwaltungskosten sind jedoch nur ein Teil der Kosten. Die Grafik (Seite 67) zeigt die Opportunitätskosten verschiedener Anlagen. Der schwarze Punkt macht das Risiko-Rendite-Verhältnis eines typischen, kapitalgewichteten Aktienweltindex sichtbar. In der Nähe dieses Punktes liegen Pensionskassen mit indexierten Strategien. Der orange Punkt widerspiegelt das (Tangential-)Portfolio, in dem effizient verwaltete Pensionskassen theoretisch liegen sollten.

### Autoren

**Pius Zraggen**  
CEO und  
Gründungs-  
partner,  
OLZ & Partners



**Adriano B. Lucatelli**  
Verwaltungsrat  
der merlini  
finance AG,  
Dozent Uni Zürich

Dieses theoretisch perfekte Portfolio hat aber das Problem, dass es zur Berechnung der einzelnen Aktiengewichte eine robuste Renditeschätzung benötigt. Dies käme jedoch einer Kristallkugel gleich, der wir die zukünftigen Renditen der einzelnen Aktientitel lesen könnten. Eine Lösung für dieses Problem liefert das Minimum-Varianz-Portfolio. Es ist einerseits effizient und weist andererseits in der praktischen Anwendung den grossen Vorteil auf, dass es robust schätzbar ist, weil die Aktiengewichte nur von Risiko- und nicht noch von Renditeschätzungen abhängig sind. Ein Anleger profitiert beim Minimum-Varianz-Portfolio in erster Linie von einem tieferen Risiko, gemessen in Standardabweichung (Volatilität), oder tieferem maximalem kumuliertem Verlust (Maximum Drawdown). Im Vergleich zu einem indexierten Aktien-Welt-Portfolio sank ein Minimum-Varianz-Aktien-Welt-Portfolio beispielsweise im Oktober 2008 anstelle von 16.1 lediglich um 11.5 Prozent, oder in den ersten beiden Oktoberwochen 2014 anstelle von 7.5 um 3.8 Prozent.

Solche Unterschiede können für Vorsorgeeinrichtungen wesentlich sein. Fällt beispielsweise der Deckungsgrad einer

Pensionskasse unter 100 Prozent, muss sie Sanierungsmassnahmen ergreifen, was weder den Versicherten noch dem Arbeitnehmer Freude macht. Ein kleinerer maximaler Verlust reduziert die Wahrscheinlichkeit, dass die Kasse bei gleicher Aktienquote Sanierungsmassnahmen treffen muss.

**Profitieren von der Low-Volatility-Prämie**

Zusätzlich stellt sich empirisch heraus, dass das Minimum-Varianz-Portfolio neben dem tieferen Risiko auch eine höhere Rendite als das traditionelle Indexportfolio erzielt. Diese Mehrrendite des Minimum-Varianz-Portfolios im Vergleich zu einem Indexportfolio erklärt sich wesentlich mit dem sogenannten Low-Volatility-Faktor.

Bereits 1972 zeigen einerseits Jensen/Black/Scholes auf, dass der Zusammenhang zwischen Beta (Marktrisiko) und Rendite flacher ist, als im CAP-M (Gleichgewichtsmodell zur Bewertung von Finanzaktiven) vorausgesagt, und andererseits Haugen/Heins, dass US-Aktienportfolios mit weniger Risiko (Volatilität) eine höhere Rendite haben als solche mit hohem Risiko. Spätere ausführliche empirische Stu-

dien (Haugen/Baker, 2012) für entwickelte und für Schwellenländer zeigen auf, dass Aktien mit tiefer Volatilität eine höhere Rendite erzielen als Aktien mit hoher Volatilität.

Das Potential dieser Low-Volatility-Prämie ist nicht unerheblich. Nach MSCI (2013) erzielen bereits einfache Low-Volatility-Strategien zu einem standardisierten Aktien-Welt-Index-Portfolio eine Renditedifferenz von 1 Prozent pro Jahr, bei gleichzeitig deutlich tieferem Risiko.

**Von den Erkenntnissen in der Vermögensverwaltung profitieren**

Bei gleichbleibender Aktienquote gibt es für Pensionskassen einen einfacher Schritt zur Verbesserung des Vorsorgekapitals. Durch Beimischen von effizienten Aktienstrategien wie der Minimum-Varianz-Strategie können Pensionskassen ihre Anlagerisiken reduzieren. Aufgrund des tieferen maximalen Verlustpotentials reduziert die Kasse die Wahrscheinlichkeit, dass sie unangenehme Sanierungsmassnahmen treffen muss. Die höheren Verwaltungskosten werden innerhalb des Anlagezyklus in der Regel durch eine deutlich höhere Rendite kompensiert. Damit kann jede Pensionskasse einfach von den Erkenntnissen in der Vermögensverwaltung profitieren. ■

