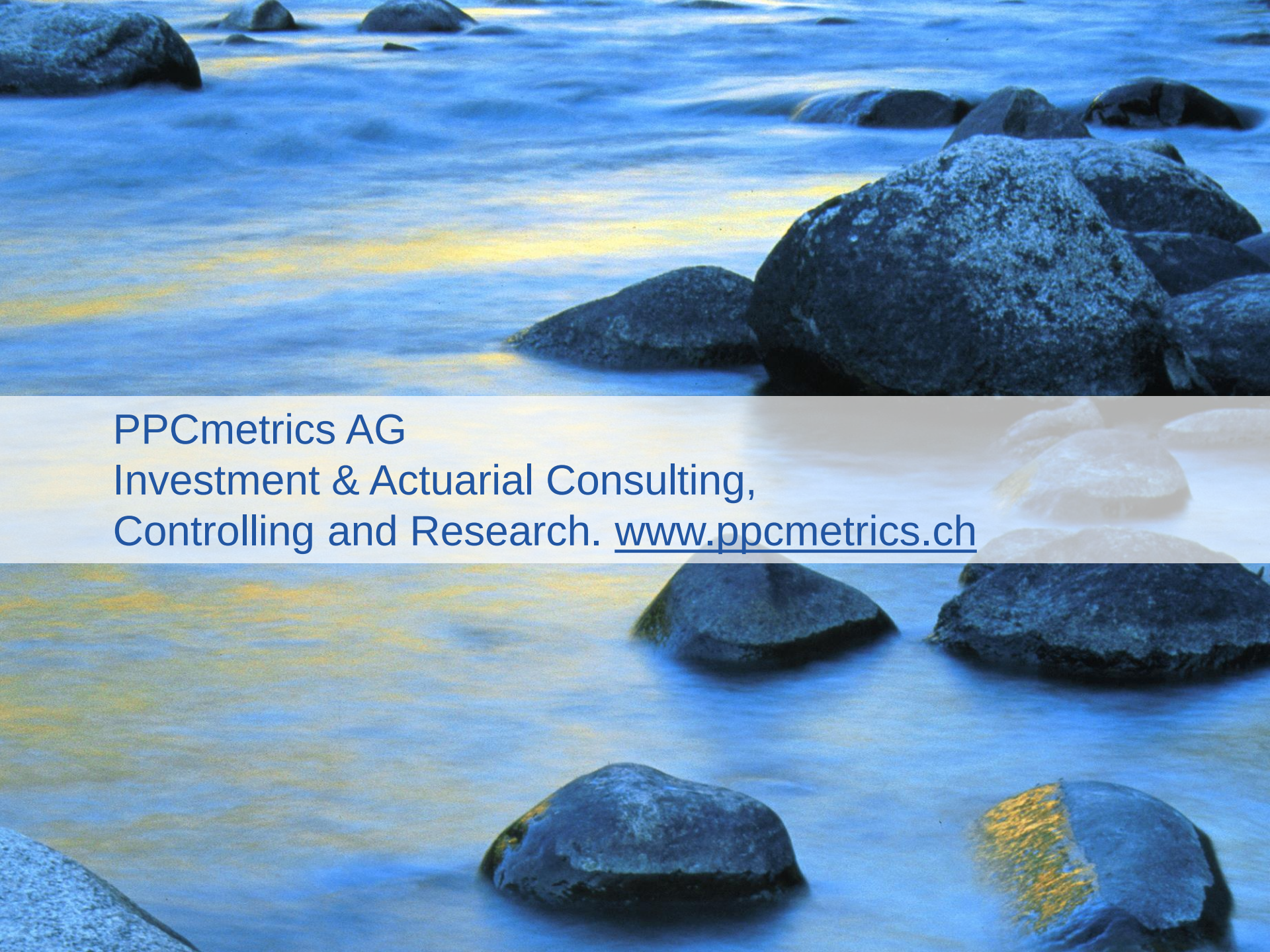

PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research. www.ppcmetrics.ch

Investment Consulting

Welche Anlagerisiken lassen sich wie steuern?

Tagung «Stiftungen und Anlagerisiken» vom 17. Juni 2016

PPCmetrics AG
Dr. Alfred Bühler, Partner

Zürich, 17. Juni 2016

© PPCmetrics AG

Einleitung

© PPCmetrics AG

Einleitung

Was ist das Motto des erfolgreichen Anlegers?

Quellen:
https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/1/1f/Liban_K2_sumit_1_resize.JPG
https://pixabay.com/static/uploads/photo/2015/10/18/09/35/accident-994007_960_720.jpg

«Wer wagt gewinnt!»

oder

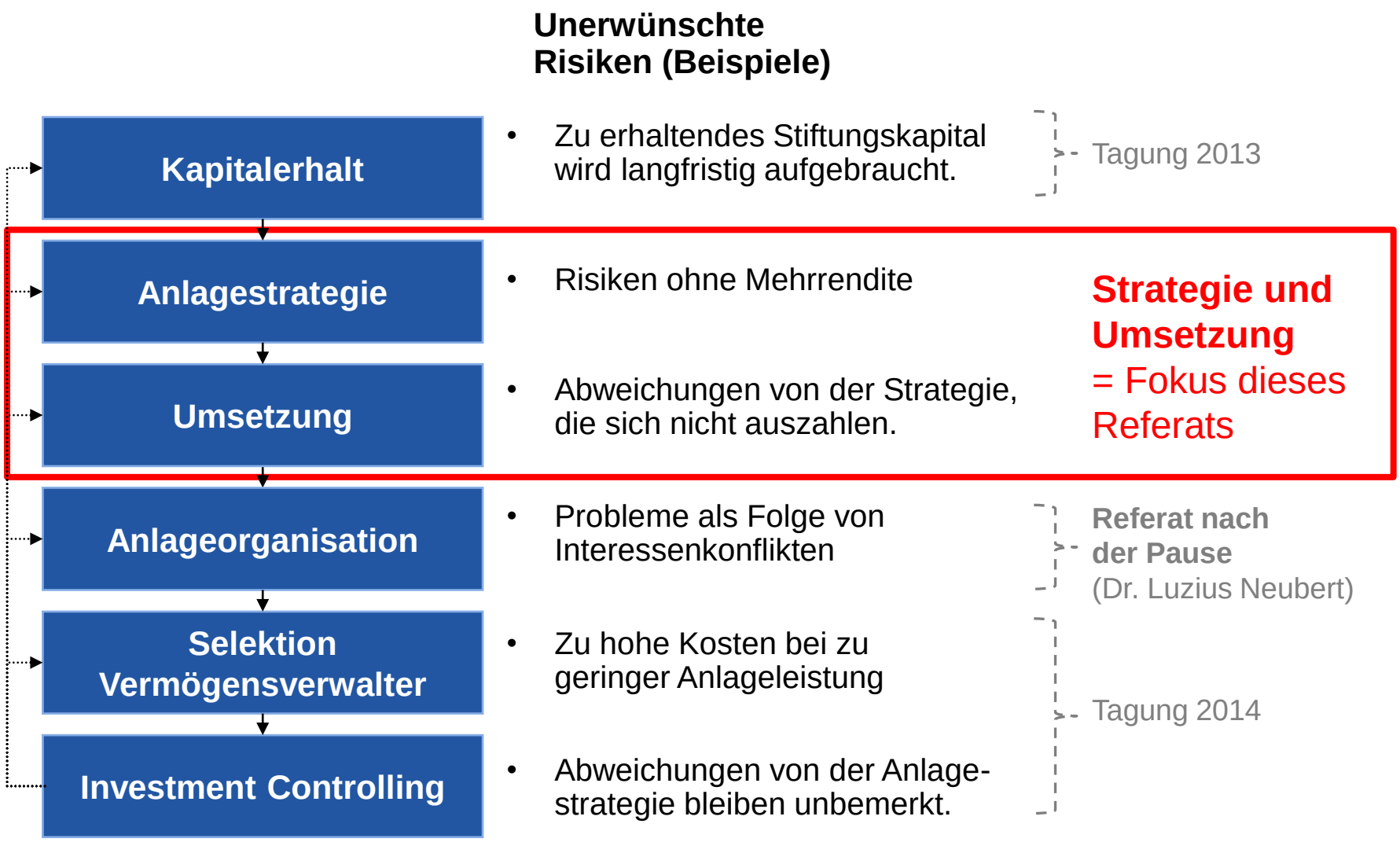
«Vorsicht ist die Mutter der Porzellankiste.»

- **Antwort: Weder noch.**
- **«Nur tragbare Risiken, die entschädigt sind.»**

© PPCmetrics AG

Einleitung

Welche Anlagerisiken gibt es?

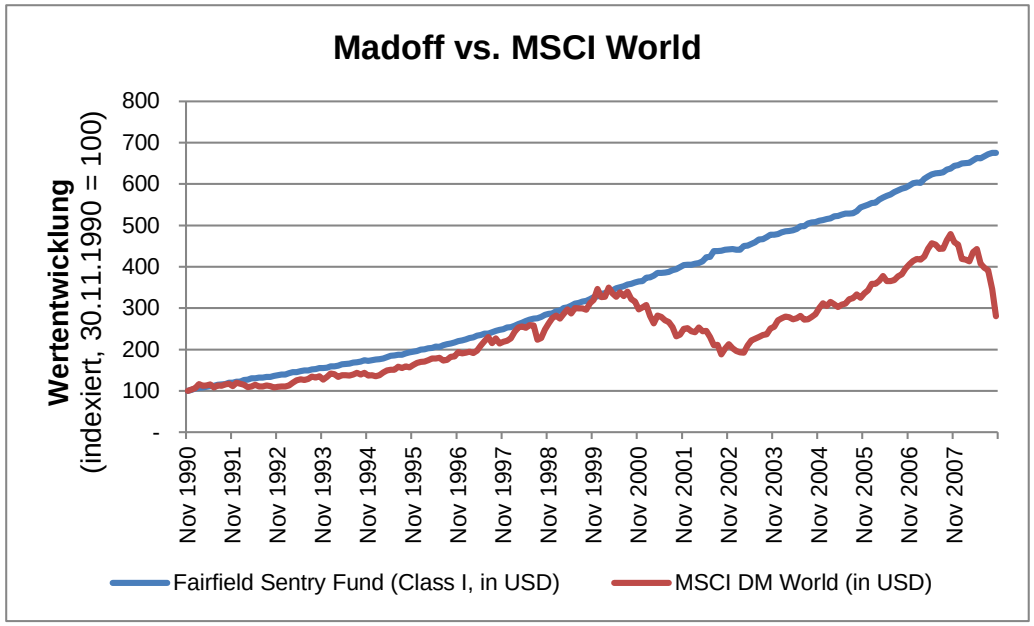


© PPCmetrics AG

Einleitung

Wunschvorstellung: Rendite Madoff

- Anleger wünschen sich eine **positive Rendite – jeden Tag, jeden Monat, jedes Jahr.**



Hinweise: Fairfield Sentry Fund = Madoff Feeder Fund, Quelle: Bloomberg, Wertentwicklung = Total Return

- **Dies schien «möglich» im Fall Madoff – war es in Realität aber natürlich nicht.**

Einleitung

Perfekte Prognosefähigkeit

- Möglich ist es aber, wenn man zu Beginn jedes Jahres die **am besten rentierende Anlage (z.B. Aktie) kennt**:

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Beste 5	146.55% Actelion	50.39% ABB	14.12% Actelion	89.23% Swiss Life	60.67% Swatch	21.02% Roche	51.44% Richemont	75.40% Actelion	54.61% Actelion	26.03% Syngenta
	82.98% Geberit	28.94% Syngenta	-12.56% Novartis	82.55% Swatch	59.37% Richemont	3.25% SGS	45.72% Swiss Life	56.26% Swiss Life	44.43% Givaudan	26.00% Swiss Re
	72.32% ABB	28.04% Swatch	-14.57% Roche	80.00% CS	24.57% Givaudan	3.11% Syngenta	43.93% Swiss Re	50.71% Adecco	33.15% Novartis	22.20% Actelion
	40.67% Syngenta	22.49% Nestlé	-15.86% SGS	72.74% Richemont	21.49% Julius Bär	2.01% Nestlé	37.46% Actelion	39.43% Roche	30.62% Swiss Life	18.61% UBS
	39.36% Swatch	12.34% Richemont	-17.65% Nestlé	67.02% Geberit	21.31% Geberit	1.73% Novartis	36.22% Syngenta	37.59% Geberit	27.87% Geberit	17.51% Swiss Life
Schlechteste 5	15.80% Swisscom	-15.07% Geberit	-50.77% ABB	8.16% UBS	-4.36% UBS	-27.17% UBS	11.17% Novartis	13.19% Zurich FS	0.35% Adecco	-11.63% ABB
	12.47% Nestlé	-16.95% CS	-54.48% CS	6.54% Givaudan	-7.25% Actelion	-32.77% Swiss Life	10.06% Givaudan	13.00% Nestlé	-5.46% CS	-11.65% Zurich FS
	12.01% Roche	-19.06% Swiss Re	-56.03% Swatch	4.63% Zurich FS	-10.37% Lafarge H.	-33.96% Adecco	9.73% ABB	4.15% SGS	-6.99% ABB	-17.00% Richemont
	10.29% Swiss Re	-24.98% Adecco	-68.16% UBS	-0.58% Swiss Re	-18.66% Roche	-35.45% Actelion	4.26% CS	1.50% Lafarge H.	-7.09% Syngenta	-19.47% Swatch
	3.40% Novartis	-26.27% UBS	-68.41% Swiss Life	-7.07% Actelion	-22.52% CS	-37.96% CS	-7.20% Julius Bär	-0.52% Syngenta	-23.38% Swatch	-24.16% Lafarge H.

Jährlich der **beste SMI-Titel** (2006-2015): **+7'958% (+55.1% p.a.)**

Jährlich der **schlechteste SMI-Titel** (2006-2015): **-94% (-24.8% p.a.)**

Hinweise: 2006-09 ohne Julius Bär (Daten nicht verfügbar), Zusammensetzung des SMI per Juni 2016, gezeigte Renditen = Total Return (Quelle: Bloomberg)

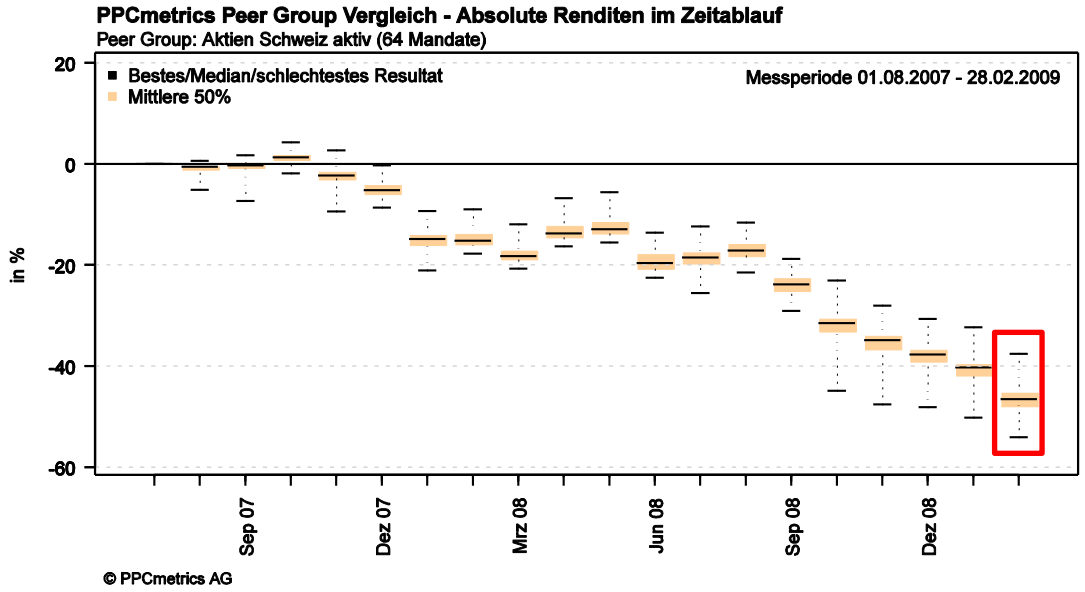
- **Perfekte Prognosen machen heisst: Jedes Jahr eine positive Rendite (faktisch kein Risiko).**

© PPCmetrics AG

Einleitung

Perfekte Prognosefähigkeit (Forts.)

- **Aber: Verfügen Anleger über perfekte Prognosefähigkeit?**



Praxis: Finanzkrise 2007-09

Anleger haben mit ihren aktiven Aktien-Schweiz-Mandaten mindestens 35% verloren.

- **Nein, die Prognosefähigkeit ist eng begrenzt.**

Einleitung

Unterscheidung Strategie und Taktik

- **Deshalb ist zu unterscheiden zwischen:**

Strategie: Langfristige, breit diversifizierte Anlage (unabhängig von Prognosen), um von realwirtschaftlichen Gewinnen zu profitieren.

Beispiel-Stiftung	neutral = Benchmark	Portfolio B Taktische Bandbreite Min.	Max.	Vergleichsindizes
Liquidität CHF	0.0%	0.0%	5.0%	Citigroup 3-Monats-Eurodeposit in CHF
Obligationen CHF	44.0%	38.0%	50.0%	Swiss Bond Index AAA-BBB
Obligationen FW (hedged)	12.0%	9.0%	15.0%	Barclays Global Agg Bond Index (hedged in CHF)
Aktien Schweiz	13.0%	11.0%	15.0%	Swiss Performance Index
Aktien Welt	13.0%	11.0%	15.0%	MSCI World ex. Switzerland net dividends
Aktien Emerging Markets	4.0%	2.0%	6.0%	MSCI Emerging Markets net dividends
Immobilien Schweiz	14.0%	11.0%	17.0%	SXI Real Estate Funds index
Total	100.0%			Strategische Benchmark Beispiel-Stiftung
Total Fremdwährungen	29.0%	22.0%	36.0%	
Total Fremdwährungen (nicht abgesichert)	17.0%	13.0%	21.0%	
Total Aktien	30.0%	24.0%	36.0%	

Taktik: Kurzfristige, prognosebasierte Strategieabweichungen innerhalb der taktischen Bandbreiten, um zusätzlichen Mehrwert zu schaffen.

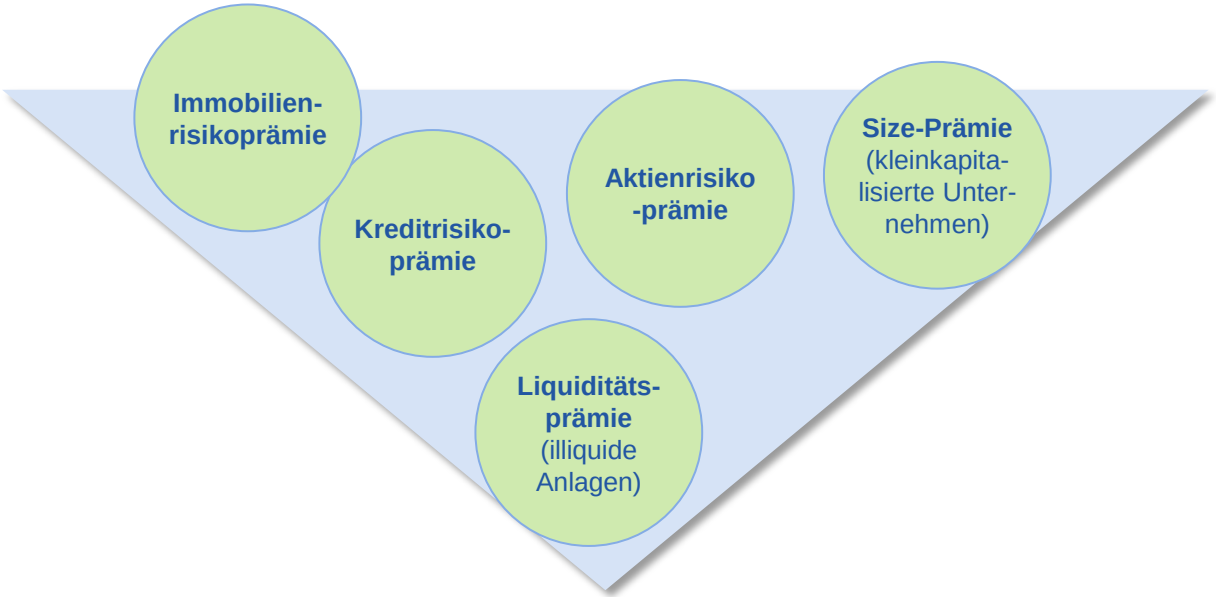
© PPCmetrics AG

Anlagestrategie

© PPCmetrics AG

Anlagestrategie
Auswahl Anlagekategorien

- **Welche Risiken soll man eingehen?**



Erwartete Rendite = **Risikoloser Zinssatz** + **Risikoprämie**

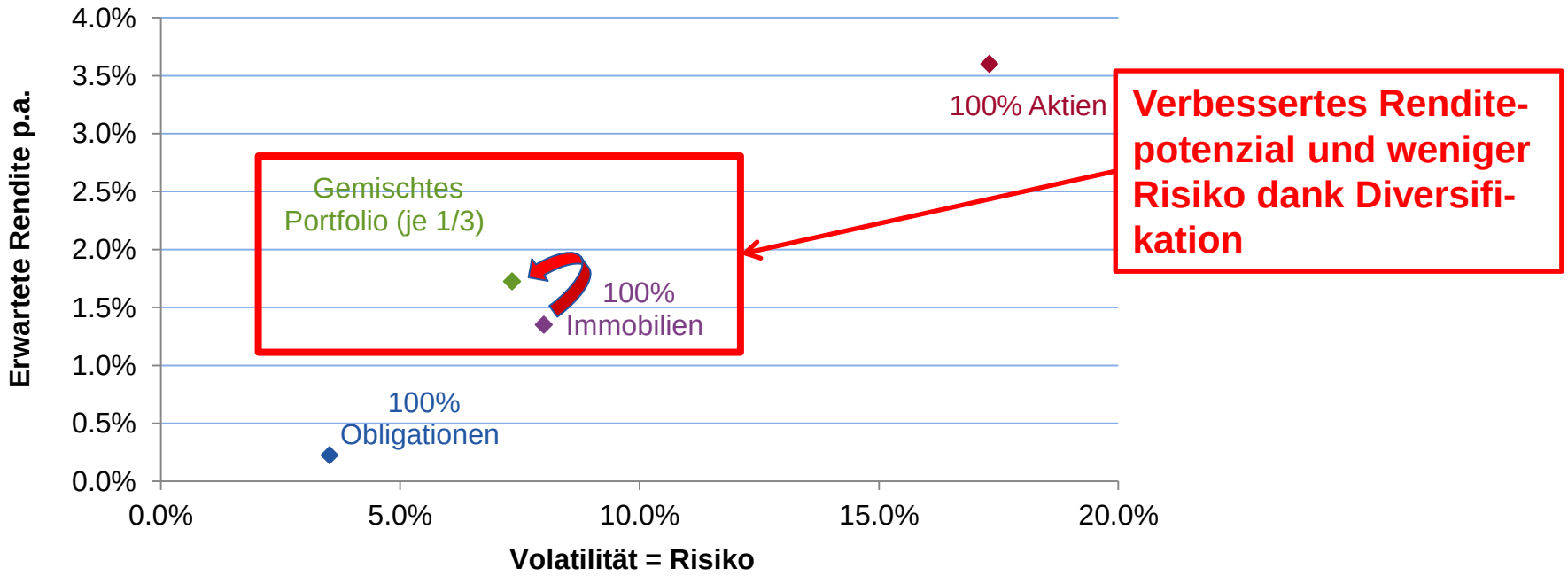
- **Nur «entschädigte» Risiken** (= Risiken, die sich auszahlen)

© PPCmetrics AG

Anlagestrategie
Diversifikation

- **Wofür gibt es keine Risikoprämie?**

Vergleich Strategievarianten



Hinweis: Langfristiges Szenario (Zeithorizont = 10 Jahre)

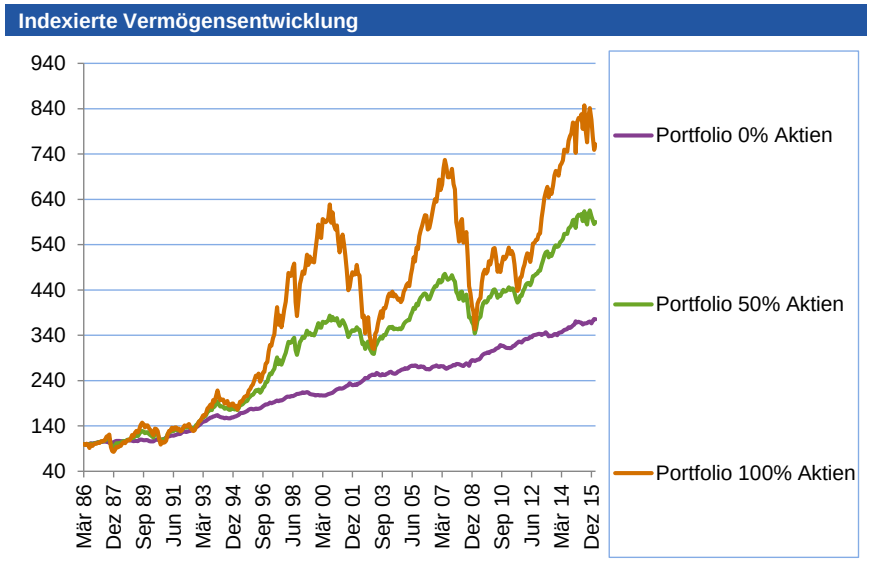
- **Beispiel: Für ungenügende Diversifikation**

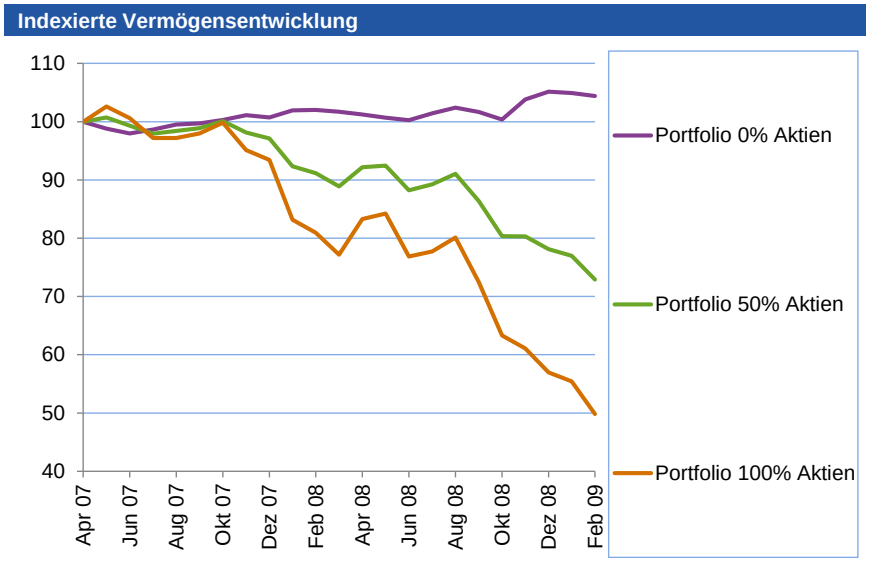
© PPCmetrics AG

Anlagestrategie

Wie viel Risiko soll man eingehen?

- **Beispiel: Reine Aktien-/Obligationenportfolios**





Hinweis: Obligationen = je zur Hälfte Obligationen CHF und Obligationen FW (hedged); Aktien = je zur Hälfte SPI und MSCI World net (gilt für beide Grafiken).

Letzte 30 Jahre

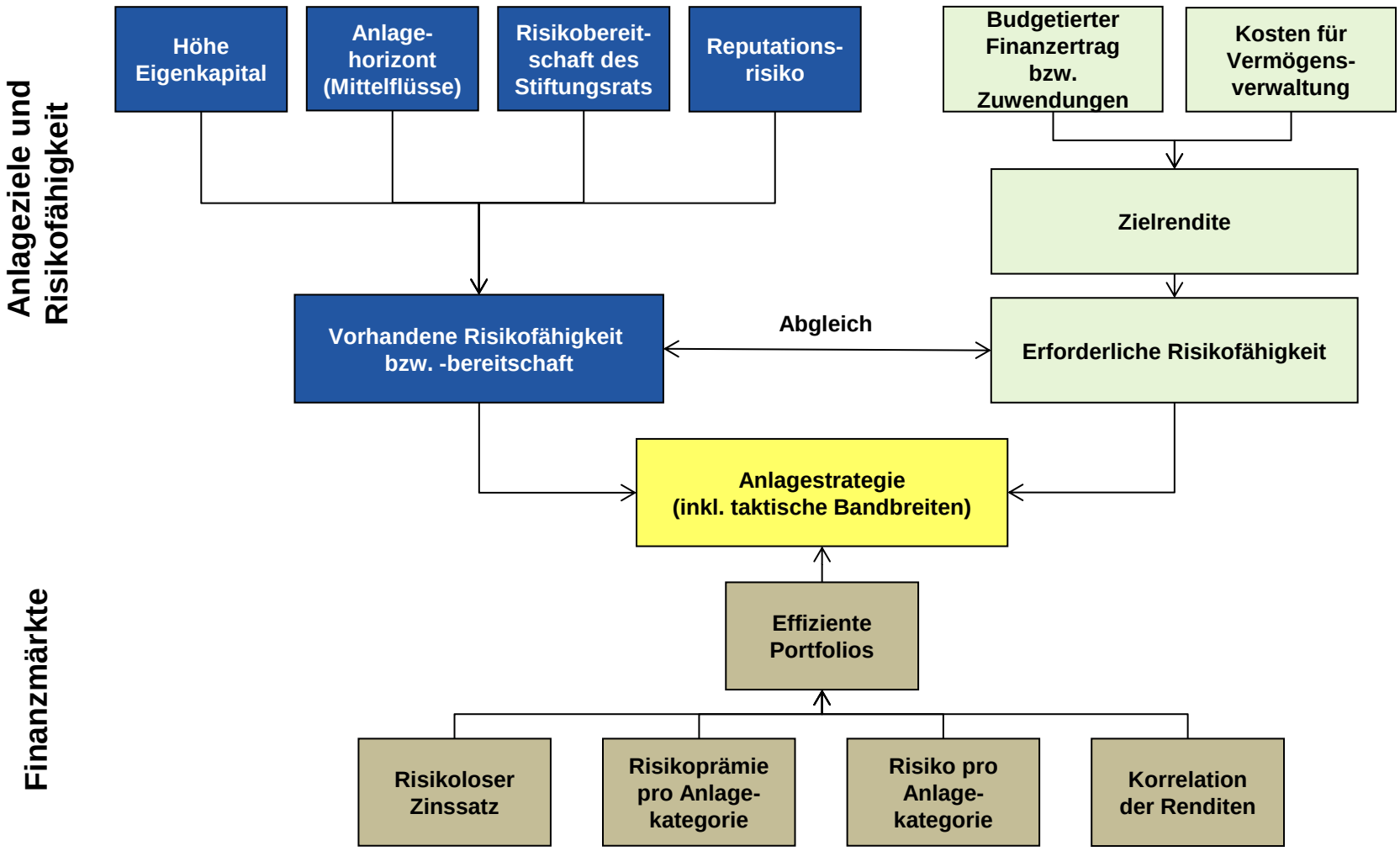
Finanzkrise 2007-09

- **Anleger versuchen, das für sie tragbare Mass an (entschädigtem) Risiko zu eruieren**

© PPCmetrics AG

Anlagestrategie

Balance von Risikofähigkeit und Zielrendite

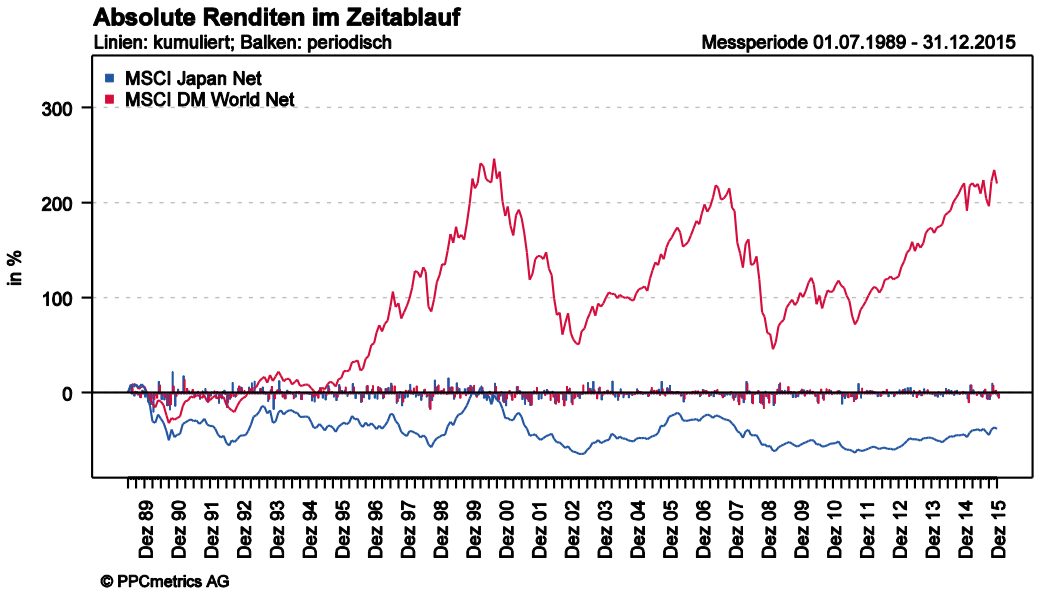


© PPCmetrics AG

Anlagestrategie

Ist die Risikoprämie garantiert?

- **Warum ist die Risikofähigkeit überhaupt relevant, wenn langfristig «sowieso alles gut kommt»?**



- **Aktienmarkt Japan: Nach über 25 Jahren bei -38%!**
- **Und: Risikofähigkeit ist vor allem kurzfristig relevant.**

Anlagestrategie

Risikofähigkeit von NPOs und Förderstiftungen

- **Welche Stiftung kann welches Risiko tragen?**

	Operative Stiftungen und Vereine (NPOs)	**Förderstiftungen**
Finanzierung	Spenden, öffentliche Hand, Umsätze, Anlageerträge	Anlageerträge, evtl. Zustiftungen
Renditebedarf	**Zweitrangig**	**Zentral**
Reputationsrisiko	Hoch	Gering
Anlagehorizont	Beschränkt	Meist unbeschränkt
Eigenkapital	Teilweise gering	Hoch
Risikofähigkeit	**Gering bis mittel**	**Tendenziell hoch**
Risikobereitschaft	**Meist ausreichend**	**Teilweise nicht ausreichend**

- **Förderstiftung:** Hohes Risiko, sofern Risikobereitschaft vorhanden.
- **Operative NPO:** Geringes Risiko wegen Reputationsrisiko etc.

© PPCmetrics AG

Umsetzung

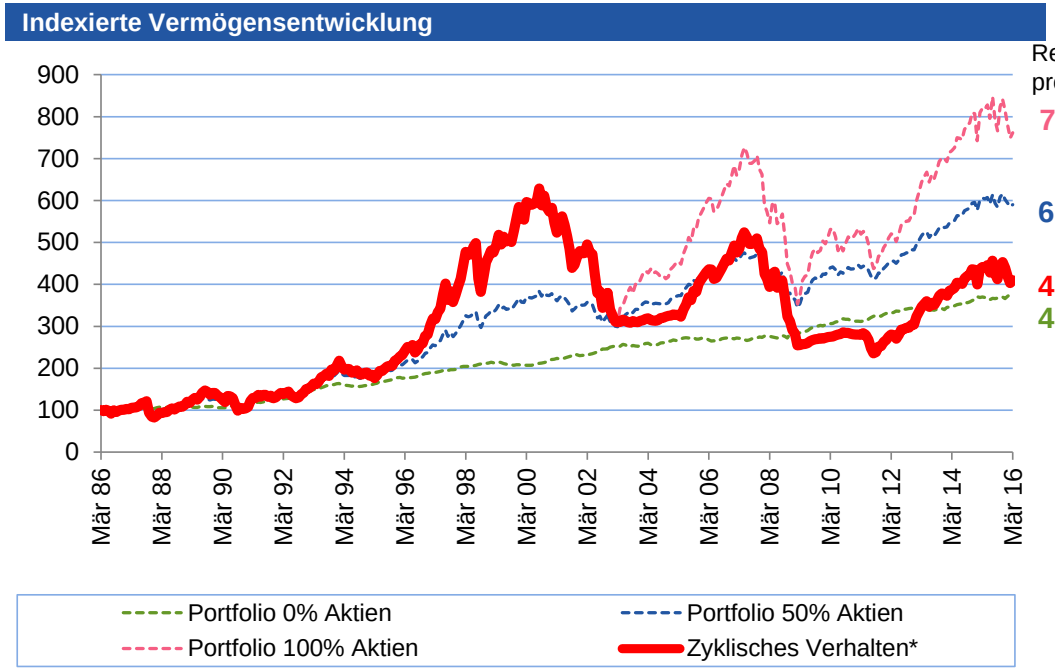
(Taktik und Titelselektion)

© PPCmetrics AG

Umsetzung

Aktive taktische Steuerung der Aktienquote

- **Soll man versuchen, Aktienmarktkrisen auszuweichen?**



Rendite pro Jahr

7.0%

6.1%

4.8%

4.5%

Nicht-Durchhalten der ursprünglichen Anlage-strategie (100% Aktien) hat 2.2% Rendite pro Jahr gekostet (s. Kästchen).

*** = Zyklisches Verhalten:** Start mit 100% Aktien. Verkauf der Aktien zugunsten von Obligationen im Tiefpunkt der jeweiligen Krise, Wiedereinstieg nach 2 Jahren.

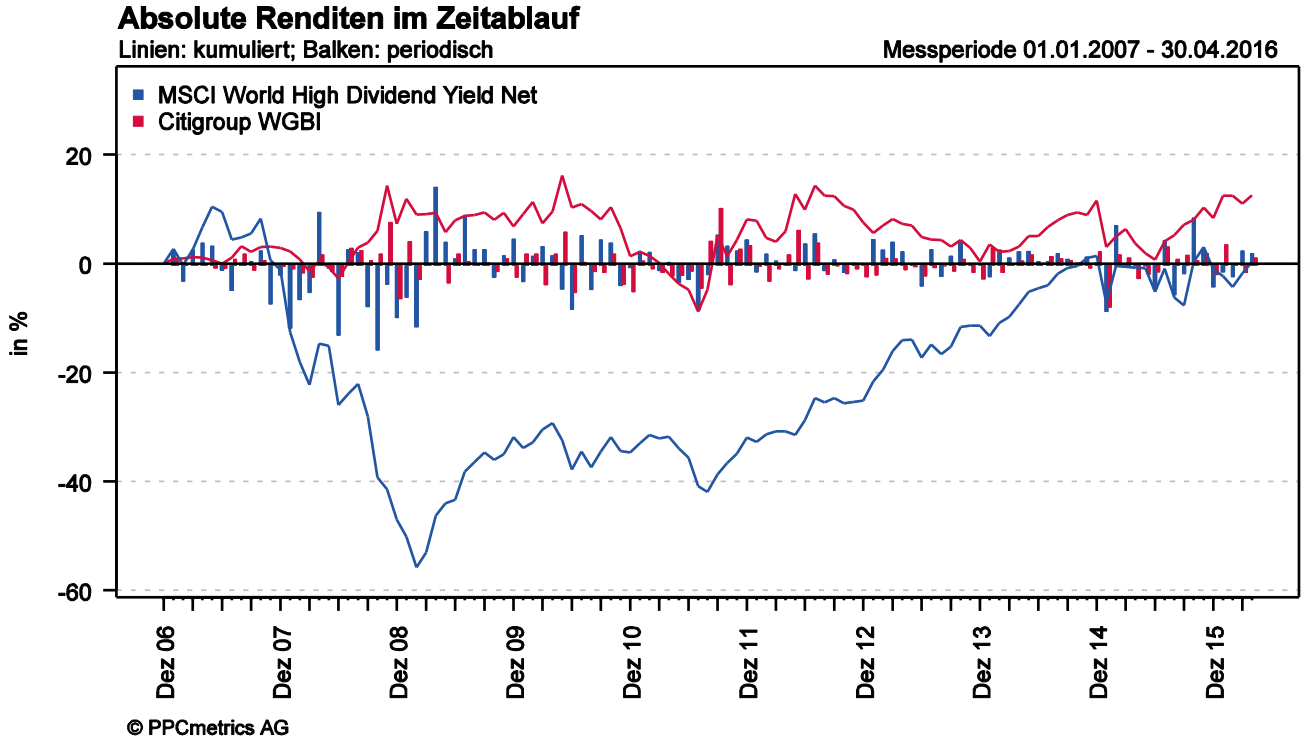
- **Timing = schwierig, Prognose = ungenau.**
- **Häufiges Resultat: «Ausser Spesen nichts gewesen.»**

© PPCmetrics AG

Umsetzung

Vermeiden von Obligationen wegen möglichem Zinsanstieg?

- **Dividendenstarke Aktien als Ersatz für Obligationen?**



- **Obligationen: Bei Zinsanstieg nur zwischenzeitlicher Rückgang.**
- **Aktien brechen in Krisenperioden deutlich stärker ein.**

Umsetzung

Regelbasierte Taktik als Schutz vor «behavioralen» Fallen

- **Welche Alternativen zur aktiven Taktik bieten sich an?**
  1. **Periodisches** Rebalancing (z.B. alle 3 Monate)
  2. Rebalancing bei **Bandbreitenverletzungen** (gesamtes Portfolio)
  3. «**Buy and Hold**» (keine Umschichtungen)

Jan 1960 - März 2016	Strategie	Periodisch	Bandbreiten	Buy-and-Hold
Rendite p.a. (brutto)	5.46%	5.55%	5.61%	5.39%
Transaktionskosten p.a.	0.00%	0.08%	0.04%	0.00%
Maximaler Aktienbestand	30%	34%	37%	58%
Minimaler Aktienbestand	30%	22%	22%	23%
Maximaler Verlust (Drawdown)	-23.78%	-23.67%	-23.04%	-27.11%
Tracking Error	0.00%	0.19%	0.42%	1.93%
Beurteilung		Höchste Trans-aktionskosten, aber sehr strategienah.	Reduzierte Trans-aktionskosten, trotz-dem strategienah. Beste Rendite.	Keine Transaktions-kosten, aber starke Strategieabweichung
		Wird gelegentlich angewandt	**Häufigster Ansatz**	**Zahlt sich meist nicht aus.**

Quelle: Eigene Berechnungen

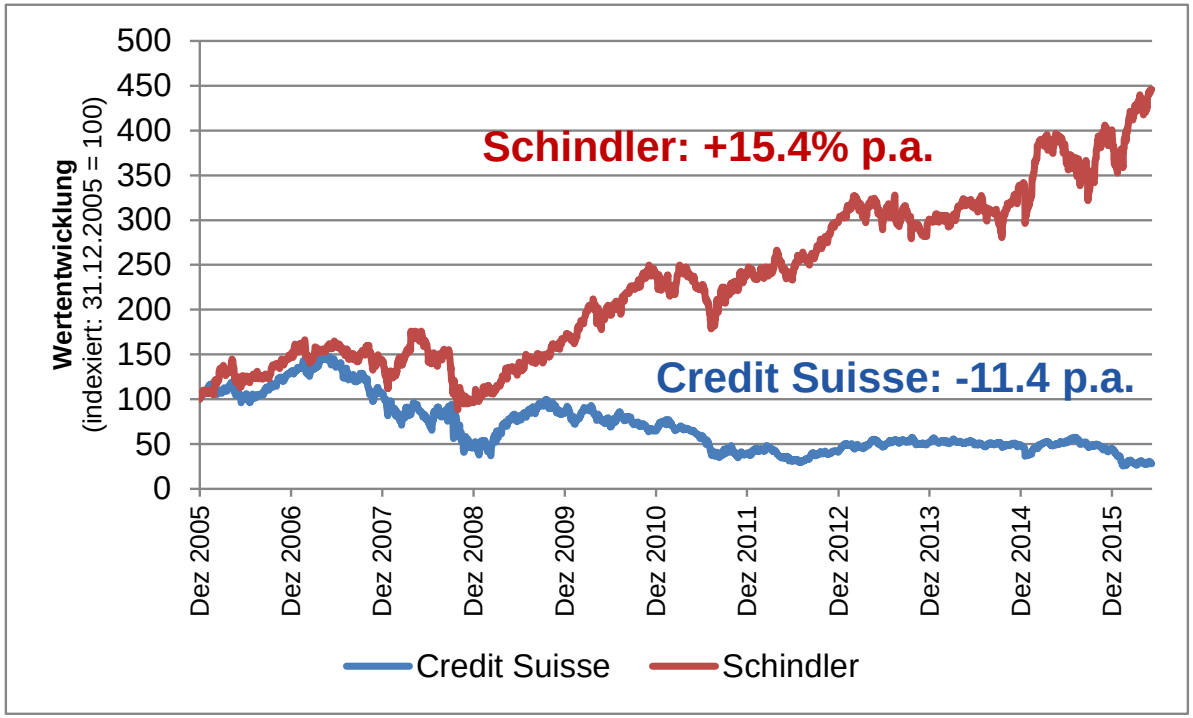
= vorteilhafte Eigenschaften

Bandbreiten = gängigster regelbasierter Taktik-Ansatz

Umsetzung

Einzelne grosse Aktienpositionen

- **Grosse Aktienpositionen = nicht-entschädigtes Risiko**



Grosse Wirkung auf Rendite

Hinweis: Wertentwicklung = Total Return **Quelle:** Bloomberg

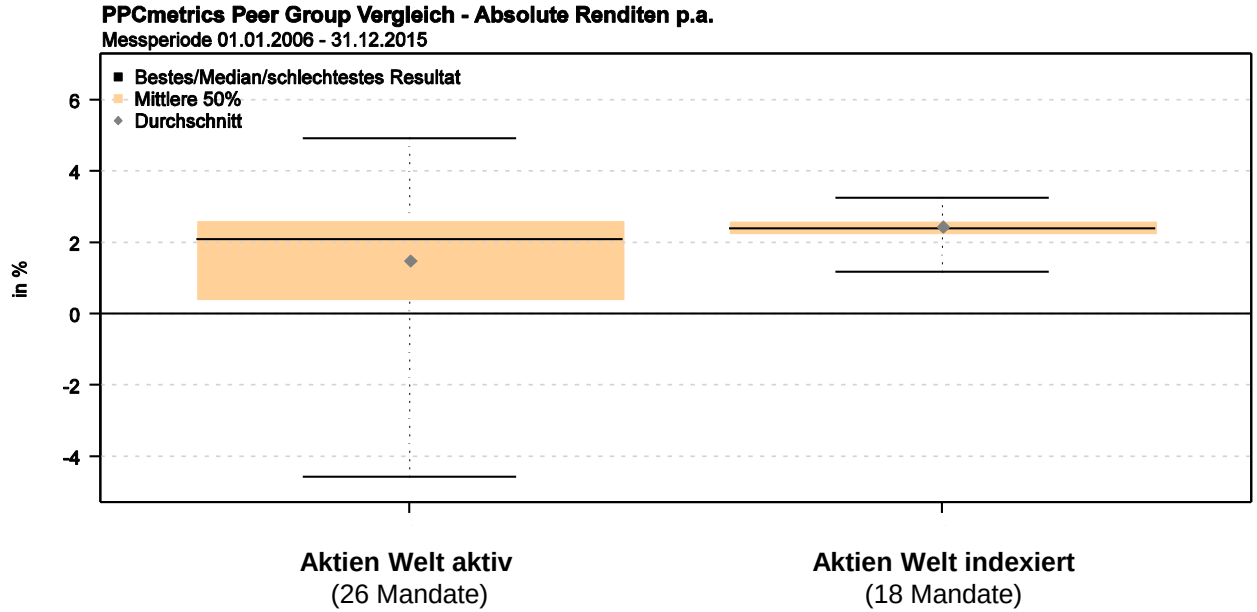
- **Zusätzliche Gefahr:** Fehlentscheid wird trotz Verlust nicht eingesehen. Stattdessen werden Aktien zugekauft.

© PPCmetrics AG

Umsetzung

Aktive Titelselektion – Einfluss auf Rendite und Risiko

- **Warum nicht aktiv investieren, solange die Rendite stimmt?**



- **Rendite in effizienten Märkten (Aktien Welt) vergleichbar**
- **Abweichungsrisiko von aktiven Mandaten deutlich grösser (nicht entschädigt)**

© PPCmetrics AG

Fazit

Fazit

- **Ziel des Risikomanagements ist es, eine tragbare Menge an ausschliesslich «entschädigtem» Risiko einzugehen:**
  - **Langfristige Strategie**
    (keine laufenden Änderungen)
  - **Diversifizierte Strategie**
    (insgesamt und innerhalb von Anlagekategorien)
  - **Keine Risiken ohne Risikoprämie**
    (Klumpenrisiko, übermässige Fremdwährungsrisiken,…)
  - **Nur tragbare Risiken**
    (Risiken nur eingehen, wenn Risikofähigkeit und -bereitschaft vorhanden)
  - **Strategienahe, kosteneffiziente Umsetzung**
    (Taktik und Titelselektion)

© PPCmetrics AG

Vielen Dank für
Ihre Aufmerksamkeit!

Alfred Bühler
Dr. oec. HSG

Funktion	Gründungspartner, Metrics AG (1996) Mitglied der Geschäftsleitung Asset Liability Management / Research / Finanzen / Kurswesen
Ausbildung	Doktorat, Universität St. Gallen (HSG) Dissertation: Empirische und theoretische Aspekte des Zinsrisikomanagements Volkswirtschaftslehre (Finanzmarkttheorie), Universität St. Gallen
Beruflicher Werdegang	UCLA Anderson Graduate School of Management, Los Angeles: Forschungsaufenthalt Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen (HSG): Wissenschaftlicher Mitarbeiter
Lehrtätigkeit	IFZ Institut für Finanzdienstleistungen Zug

© PPCmetrics AG

Kontakt

Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research

PPCmetrics AG
Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11
Telefax +41 44 204 31 10
E-Mail ppcmetrics@ppcmetrics.ch

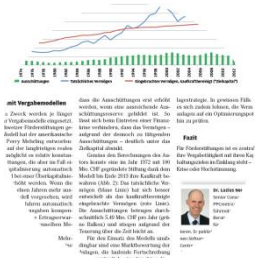
PPCmetrics SA
23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Téléphone +41 22 704 03 11
Fax +41 22 704 03 10
E-Mail nyon@ppcmetrics.ch

Website www.ppcmetrics.ch
Social Media

PPCmetrics (www.ppcmetrics.ch) ist ein führender Schweizer Investment Consultant, Investment Controller, strategischer Anlageberater und Pensionskassenexperte. Unsere Kunden sind institutionelle Investoren (beispielsweise vom Typ Pensionskasse, Vorsorgeeinrichtung, Personalvorsorgestiftung, Versorgungswerk, Versicherung, Krankenversicherung, Stiftung, NPO und Treasury-Abteilung) und Privatkunden (beispielsweise Privatanleger, Family Office, Familienstiftung oder UHNWI - Ultra High Net Worth Individuals). Unsere Dienstleistungen umfassen das Investment Consulting und die Anlageberatung sowie die Definition einer Anlagestrategie (Asset Liability Management - ALM), die Portfolioanalyse, die Asset Allocation, die Entwicklung eines Anlagereglements, die juristische Beratung (Legal Consulting), die Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection), die Durchführung öffentlicher Ausschreibungen, das Investment Controlling, die aktuarielle und versicherungstechnische Beratung und die Tätigkeit als Pensionskassenexperte.

© PPCmetrics AG



Videos

Publika-tionen

Website

Tagungen

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.

Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.

PPCmetrics AG Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**