

# Was ist gutes Asset Management?

**UMFRAGE** Der Leiter einer Pensionskasse, der Vertreter eines internationalen Grossanbieters und zwei Exponenten von spezialisierten Finanzdienstleistern legen ihre Sicht dar.

1 Der Kunde muss verstehen, was das Ziel der Anlagestrategie eines Asset-Managers ist und ob sie in sein Portfolio passt, wann die Anlagestrategie funktioniert und wann nicht, mit welchen Instrumenten sie umgesetzt wird und wann es eine Anpassung, zum Beispiel ein Rebalancing, gibt und weshalb. Auch müssen die Kosten vollständig transparent sein. Wenn zwischen dem Produktanbieter und dem Berater diese Transparenz besteht und wenn der Berater selbst keine falschen Anreize hat – wie reine Mandatsicherung –, sondern das für den Kunden bestmögliche Produkt sucht, gibt es eine faire Chance, dass der Kunde auch zum passenden Produkt kommt.

**Pius Zraggen**  
CEO, OLZ & Partners



«Investitionen in indexierte Anlagen nutzen das Risikobudget nicht optimal.»

2 Grundsätzlich sind beide wichtig. In Bezug auf das Preis-Kosten-Verhältnis sind bereits grosse Fortschritte erzielt worden. Deshalb ist der verbleibende Verbesserungsspielraum eher gering. Hingegen muss in der aktuellen Marktlage, die charakterisiert ist durch Anlagennotstand und massive latente Risiken, die Qualität im Sinne von effizientem Anlegen klar im Vordergrund stehen. Das bedeutet: die Anlagestrategie so umsetzen, dass erstens die Risiken optimal diversifiziert sind und zweitens nur Risiken eingegangen werden, die mit einer entsprechenden Rendite entschädigt werden.

3 Für nicht informierte Investoren beziehungsweise solche, die kein spezifisches Wissen in Finanzanlagen oder keinen Zugang zu diesem Wissen – über professionelle Berater – haben, sind Indexanlagen zu empfehlen. Investoren, die informiert sind respektive Zugang zu spezifischem Wissen haben, ist die Investition in aktive Anlagen zu empfehlen. Die Chance ist gut, nach Kosten besser abzuschneiden als der Marktdurchschnitt – auch in Zukunft.

4 Für viele Anleger sind zurzeit nicht beide Ziele – gewünschte Rendite und beschränktes Risiko – gleichzeitig zu erreichen. Was man aber machen kann, ist, die Erkenntnisse der Finanztheorie anzuwenden. Mit einer effizienten Nutzung des Risikobudgets erhält der Anleger eine Chance, sich der Zielrendite anzunähern respektive sie auch zu erreichen. Investitionen in indexierte Anlagen – also den Marktdurchschnitt – nutzen das Risikobudget nicht optimal und reichen deshalb nicht aus.

1 Als professioneller Kunde, wie wir es als Pensionskasse sind, definieren wir in einem ersten Schritt das Ziel, das mit einer Anlage erreicht werden soll. Wie soll die Strategie aussehen, wie sind die globalen Rahmenbedingungen, marktwirtschaftlich wie politisch? Danach folgt die Ausgeordnetung auf Produktebene, bei der die grundlegenden Risiken und Chancen geprüft werden. In der dritten Stufe findet die Ausschreibung mit der konkreten Anfrage verschiedener Anbieter statt. Alle Schritte sind zwischen der internen Anlagestelle und der Anlagekommission eng abgestimmt. Bei Bedarf werden zusätzlich Berater herangezogen.

2 Bei indexnahen Anlagen spielt natürlich der Preis eine wichtige Rolle. Andererseits gewinnen individuelle Anlagen in bestimmten Themenbereichen deutlich an Bedeutung – zum Beispiel Insurance Linked Securities oder Private Equity –, weil es immer schwieriger wird, eine nachhaltige Rendite zu erwirtschaften. So sind wir im Obligationenbereich tendenziell am Umschichten – weg von günstigen, indexnahen und hin zu teureren, alternativen Anlagen, die eine höhere Renditeerwartung haben.

3 Die Antwort ist eindeutig: beiden! Bei indexorientierten Anlagen bevorzugen wir tendenziell den passiven Ansatz. Hingegen ist bei Anlagen wie beispielsweise Private Corporate Loans oder klassischen Unternehmensanleihen auf Dauer ein aktives Managements wichtig, weil die Qualität der Anlage nur durch ein grosses Know-how vor Ort sichergestellt werden kann.

4 Bei der Frage nach dem Risiko gilt weiterhin die Regel: Je höher das Anlageziel, umso höher das Risiko. Die meisten Pensionskassen befinden sich aktuell in einem Veränderungsprozess. Sie senken ihre Zielrendite, indem sie ihre technischen Grundlagen an die Langlebigkeit und besonders die gesunkenen Renditeerwartungen anpassen. Trotzdem gibt es aus meiner Sicht eine klare Notwendigkeit, dass das Anlagerisiko erhöht wird muss. Das ergibt sich einfach aus der Tatsache, dass der Anteil der Anlagen, die für eine sichere Rendite stehen, grösstenteils weggefallen ist. Obligationen haben sich von der risikolosen Rendite zum renditelosen Risiko entwickelt.

**Nils Ohlhorst**  
Geschäftsführer, Raiffeisen Pensionskasse



«Aktiv oder passiv? Die Antwort ist eindeutig: beides!»

## VIER FRAGEN AN VIER FINANZEXPERTEN

1 Was zeichnet ein gutes Asset Management aus, wie finden Produktanbieter, Berater und Kunde zusammen?

2 Was ist im Umfeld von Niedrigzinsen und Anlagenot wichtiger: Preis oder Qualität?

3 Aktiv oder passiv – welchem Anlagestil gehört die Zukunft?

4 Wie viel Risiko ist notwendig, um das gewünschte Rendite erforderliche Anlageziel zu erreichen?

Umfrage: Hanspeter Frey

1 Ein leidenschaftlicher Fokus auf das Entscheidende zeichnet gutes Asset Management aus: die Investmentfähigkeit, das heisst mehrwertschöpfendes Research und eine konsistente Portfolio-konstruktion. Und ein ebenso konsequenter Fokus auf das eigene Kern-Know-how. Matchentscheidend ist, dass das gesamte Unternehmen auf diesen Fokus ausgerichtet ist. Wenn die Leistungen stimmen, werden die Investoren und die Berater auf den Asset-Manager aufmerksam. Unverzichtbar ist aber auch der enge Kontakt mit dem Kunden und dem Berater, damit ein gegenseitig hohes Verständnis über die Anlageziele besteht.

2 Es gilt generell, dass die Qualität entscheidend ist. Der Preis dafür muss aber vom Investor und vom Anbieter gegenseitig als fair empfunden werden. Denn was nützen 0,1% tiefere Kosten, wenn das Anlageziel systematisch um 1% verfehlt wird? Das aktuelle Niedrigzinsumfeld ändert nichts an diesem Prinzip. Es verstärkt nur den berechtigten Druck auf die Anbieter, auch tatsächlich die versprochene Qualität zu liefern.

3 Beiden! Keiner kann ohne den anderen. Als Haus mit ausschliesslich aktivem Asset Management fokussieren wir uns auf Anlageklassen, in denen wir mit aktivem Management einen klaren Mehrwert bieten können. Gerade in Zeiten wie jetzt mit sehr niedrigen Zinsen und hohem Anlagedruck bietet erfolgreiches aktives Management über einen gesamten Zyklus hinweg hohes Outperformance-Potenzial. Wichtig ist dabei, dass der aktive Manager mit einem klaren Plan seine speziellen Fähigkeiten nutzt und sich nicht einfach mutlos an eine Benchmark klammert.

**Kurt Fisch**  
Gründer und Geschäftsleitungsmitglied, Fisch Asset Management



«Entscheidend ist die Qualität. Tiefere Kosten nützen nichts, wenn das Anlageziel systematisch verfehlt wird.»

4 Wie gross das Risiko sein soll, hängt vom konkreten Anlageziel ab und kann nur im individuellen Gespräch festgelegt werden. Entscheidend ist dabei die Definition des Risikos. Häufig erfasst die populäre Standardabweichung nicht das tatsächliche Risikoempfinden des Investors. Wir stellen einen Trend zu asymmetrischen Risikomassen fest, wie beispielsweise dem Maximum Drawdown, also dem maximalen Rückschlagspotenzial eines Fonds. Und somit der Frage, wie sich ein Portfolio im Falle von Marktstress verhält. Ein vermehrter Fokus auf solche Messgrössen verändert unerwünschter die optimale Risikoexposition im Portfolio.

**Christian Staub**  
Länderchef Schweiz, BlackRock



«Zurückgedrängt werden Benchmark Huggers – aktive Fonds, die sich nahe an der Benchmark bewegen.»

1 Gute Asset-Manager arbeiten treuhänderisch im Auftrag des Kunden. Sie hören ihm erst zu, bevor sie Vorschläge machen. Sie achten genau auf seine Bedürfnisse und beraten ihn nicht nur in Bezug auf die Anlagen, sondern auch beim Risikomanagement und bei der Beurteilung der geopolitischen und der gesamtwirtschaftlichen Lage. Kunden erkennen gute Asset-Manager häufig daran, wie nah und wie gut sie von ihnen in Krisen beraten und betreut werden.

2 Im Vordergrund steht ganz klar Qualität. Institutionelle Kunden wünschen heute massgeschneiderte Lösungen, die ihre Anlage- und Risiko-bedingnisse erfüllen. Selbst bei Indexlösungen sehen wir bei einigen ausgeschriebenen Projekten, dass die Umsetzung eines bestimmten Bedürfnisses wichtiger ist als der Preis. Institutionelle Investoren werden spezifischer und anspruchsvoller in ihren Wünschen und haben hohe Anforderungen an die Anlageinstrumente und ihre Asset-Manager.

3 Indexlösungen wie ETF oder Indexfonds werden weiter an Bedeutung gewinnen. Auch die Nachfrage nach High Alpha wird weiter zunehmen. Bei Institutionellen sind das vermehrt alternative Anlagen wie Private Equity oder Investitionen in Infrastruktur. Was hingegen abnehmen wird, sind sogenannte Benchmark Huggers – aktive Fonds, die sich nahe an der Benchmark bewegen und kein bedeutendes Alpha erwirtschaften.

4 Wir beobachten, dass besonders institutionelle Kunden höhere Risiken eingehen, um ihre Anlageziele zu erreichen. Gemäss unserer aktuellen Studie zum globalen Versicherungsmarkt haben 47% der Teilnehmer geantwortet, dass sie mehr Risiken eingehen werden. Das treibt die Nachfrage nach alternativen Anlagen, die besonders im aktuellen Niedrigzinsumfeld eine Mehrrendite erzielen können. Wichtig ist, dass der Anleger ein klares Verständnis hat, was die Risikotreiber in seinem Portfolio sind. Diese Risikotreiber gilt es zu diversifizieren.

# Wie hoch darf mein Risiko sein?

**RISIKOMANAGEMENT** Mindestens gleich wichtig wie der Fokus auf die Rendite sind systematische Risikoanalyse und -kontrolle.

Lidia Bolla und Hagen Wittig

Die Risikobetrachtung beginnt bereits bei der Implementierung der Anlage durch die Wahl einer risikokoeffizienten strategischen Asset Allocation (SAA). In Form einer permanenten Risikoüberwachung basierend auf verschiedenen Risikomassen setzt sie sich über den gesamten Anlagezyklus fort.

Durch die unterschiedliche Gewichtung lässt sich eine Vielzahl von Rendite-Risiko-Kombinationen darstellen. Dabei werden diejenigen Allokationen als effizient bezeichnet, die bei einem definierten Risiko die höchstmögliche Rendite generieren bzw. eine definierte Rendite mit dem geringstmöglichen Risiko. Die Gesamtheit wird Efficient Frontier oder effiziente Grenze genannt. Um diese Grenze zu erweitern, muss der Investor weitere Restriktionen wie beispielsweise die BVV2-Kategoriebegrenzung.

Der Investor sollte zum einen bereits bei der erstmaligen Implementierung der Anlage darauf achten, eine risikoeffiziente und somit auf der Efficient Frontier liegende Allokation als SAA zu wählen. Zum anderen ist es zwingend, die Risikoeffizienz der gewählten SAA in regelmässigen

Abständen zu überprüfen, weil sich die Efficient Frontier im Zeitverlauf verschieben kann, wenn sich etwa die Korrelationen verändert haben oder sich neue Anlagekategorien auftun.

Die Volatilität ist eines der gängigsten Risikomasse. Sie ist als Standardabweichung der Renditen zu verstehen und gibt somit an, wie weit die Renditen um

«Jeder Investor sollte mindestens die häufigsten Risikomasse laufend überwachen.»

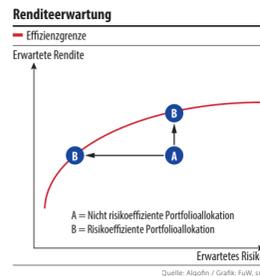
ihren Mittelwert gestreut sind. Je kleiner die Volatilität, desto weniger weichen die Renditen von ihrem Mittelwert ab. So haben die beiden Renditepaare 9/11% und 5/15% zwar beide einen Mittelwert von 10%, die Volatilität des ersten Renditepaars ist wegen der geringeren Streuung jedoch kleiner.

Die historisch realisierte Volatilität bezeichnet diejenige Ausprägung der Volatilität, die aus Zeitreihen historisch beobachteter Wertveränderungen des Portfolios berechnet wird. So kann basierend auf

den realisierten täglichen Renditen über die vergangenen fünf Jahre die historisch realisierte Volatilität des Portfolios über denselben Zeitraum berechnet werden.

Andererseits die erwartete Volatilität. Sie dient beispielsweise dazu, das Risiko eines neu zu implementierenden Portfolios oder die Auswirkungen von Modifikationen an einer bestehenden SAA zu beurteilen. Somit sind keine historischen Renditen für genau diese Portfolioallokation als Datengrundlage vorhanden. Stattdessen wird die historische Varianz-Kovarianz-Matrix aller Anlagekategorien ermittelt. Sie enthält Informationen über die Volatilität der einzelnen Anlagekategorien und über die Struktur der Korrelation der Anlagekategorien zueinander. Kombiniert man die Informationen der historischen Varianz-Kovarianz-Matrix mit den Gewichtungen der zu evaluierenden neuen Allokation, lassen sich Aussagen über die zu erwartende Volatilität treffen.

Der Value at Risk ist ein Risikomass, mit dem quantifiziert werden kann, welche Verlusthöhe das Portfolio in einem bestimmten Zeitraum mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit nicht überschreiten wird. Beispielsweise ist der Value at Risk eines Depots von 5 Mio. Fr. über ein Jahr mit einem Konfidenzniveau von 97,5% so zu interpretieren, dass der potenzielle Ver-



lust zu 97,5% 5 Mio. Fr. nicht überschreiten wird. Für die Interpretation des Value at Risk ist stets die Angabe von Zeitraum und Konfidenzniveau notwendig.

**DIE RISIKOATTRIBUTION**  
Für die Quantifizierung des effektiven Verlusts im Eintrittsfall stehen zudem weitere verwandte Konzepte wie der Conditional Value at Risk (CVAR), der Expected Shortfall beziehungsweise der Expected Tail Loss zur Verfügung.

Das Instrument der Risikoattribution ermöglicht es, die Volatilität des gesamten

Portfolios in die Risikobeiträge der einzelnen Anlagekategorien aufzuschlüsseln. Dadurch ist eine Aussage möglich, welche Anlagekategorien für den grössten Beitrag zur Portfoliovolatilität verantwortlich sind (zum Beispiel Aktien). Ein Vergleich der Risikoattribution des effektiven Portfolios mit derjenigen der strategischen Asset Allocation hilft zudem, die Ursachen für etwaige Differenzen zwischen der erwarteten Volatilität von effektivem Portfolio und SAA zu benennen.

Die beschriebenen Konzepte sind unverzichtbarer Teil des zur Verfügung stehenden Instrumentariums zur Risikoanalyse und -kontrolle des Portfolios. Jeder Investor sollte darauf bedacht sein, mindestens diese Risikomasse laufend zu überwachen. Zudem sollten bereits bei der Implementierung der Anlage Zielwerte für alle überwachten Risikomasse definiert werden, um etwaige Abweichungen frühzeitig erkennen und korrigierende Massnahmen einleiten zu können.

Nur wenn eine systematische Risikoanalyse und -kontrolle in den Anlageprozess integriert worden ist, kann die gewünschte Rendite nachhaltig und ohne übermässige grosse Risiken erzielt werden.

Lidia Bolla und Hagen Wittig, beide CFA und Partner, Algotin

# Mensch oder Maschine?

**REGELBASIERTES ANLEGEN** Computer handeln konsequent. Das gilt es zu nutzen.

Graham Robertson und Urs Alder

Der Grat zwischen Gewinn und Verlust ist häufig schmal. Ein regelbasierter Ansatz kann nachhaltigere Resultate erzielen als ein eraitisches, intuitives Vorgehen, wie es Menschen eigen ist.

Die akademische Literatur ist voll von Beispielen irrational handelnder Anleger. Wissenschaftler wie Daniel Kahneman und Amos Tversky haben die Behavioural Finance erschlossen und zeigen etwa auf, dass Menschen mehr Verlustschmerz empfinden als Freude über einen Gewinn. Sie neigen deshalb dazu, Gewinne zu schnell zu realisieren und Verluste zu lange zu tolerieren.

**ARBITRAGE-CHAMPIONS**  
Computer sind zweifelsohne diszipliniertes als Menschen. Sie können nicht anders, als codierte Regeln jederzeit und unter allen Umständen einzuhalten.

Das legt den Schluss nahe, dass Computer und nicht Menschen mit der exakten und konsistenten Ausführung von Anlagestrategien betraut werden sollten – besonders dann, wenn die Strategie darin besteht, Marktanomalien und Ineffizienzen auszunützen. Weil diese meistens klein sind, kann nur die unablässige und präzise Anwendung von codierten Regeln in einer Vielzahl von Märkten und Sektoren zu einer ansprechenden Rendite führen.



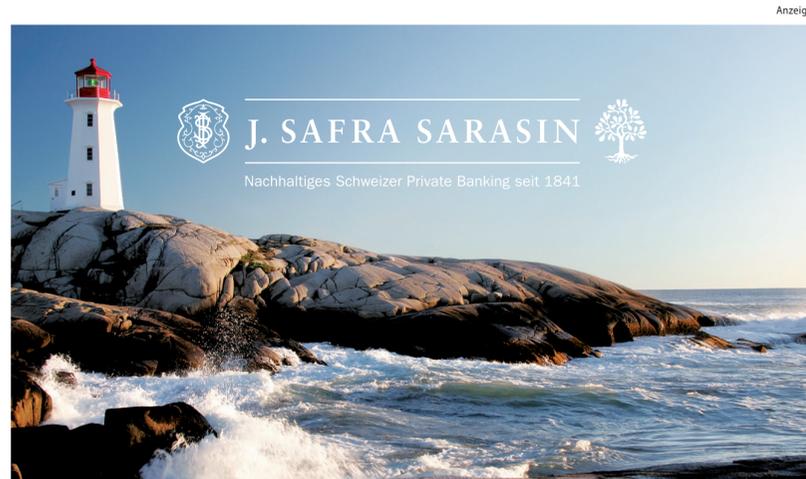
Trendfolge ist ein gutes Beispiel dafür. Es ist unbestritten, dass Märkte sich in Trends bewegen. Das kann man ausnützen. Praktiker, die auf Trends setzen, weisen darauf hin, dass Trendsignale in einzelnen Märkten eher schwach sind und deshalb durch systematische und simultan ausgeführte Algorithmen über Hunderte von Märkten ausgenützt werden müssen. Nur so können die einzelnen Signale verstärkt und die Rendite potenziell attraktiv gestaltet werden.

Das lohnt sich langfristig aber sehr wohl, wie die Rendite von einigen klassischen Trendfolgern zeigt. Die AHL-Trendfolgestrategien von Man zum Beispiel haben seit der Lancierung vor über zwanzig Jahren die Aktienmärkte deutlich geschlagen. Es liegt in der Natur der Sache, dass der Mensch dem systematischen Ausnützen kleiner Ineffizienzen hoffnungslos unterlegen ist.

**SOWOHL ALS AUCH**  
Es wäre nun aber falsch, zu meinen, dass der Mensch dem Computer in allen Belangen unterlegen ist. Die Erfahrung zeigt, dass Analysten zur eingehenden qualitativen Analyse von einzelnen Unternehmen besser geeignet sind als die Maschine. Die Codierung von Regeln zur Bewertung von Gesellschaften erscheint zumindest zum heutigen Zeitpunkt noch schwierig und unscharf. Deshalb denken wir, dass sich Menschen im Gegensatz zu Computern eher auf die Verwaltung konzentrierter Portfolios von wenigen Unternehmen beschränken sollten.

Dank regelbasiertem Anlegen können gute Resultate erzielt werden. Mit der Umsetzung der Strategie sollte der Computer und nicht der Mensch betraut werden. Die Regeln aber werden vom Menschen definiert. So werden die jeweiligen Stärken kombiniert – der Mensch ist gut im Denken, der Computer gut im Umsetzen. Nicht Mensch oder Maschine, sondern Mensch und Maschine, muss die Devise sein.

Graham Robertson, Leiter AHL Client Portfolio Management, und Urs Alder, Regional Manager Schweiz, Man Group



## «Gründung der J. Safra Sarasin Anlagestiftung 2»

Optimierte Anlagegruppen ausschliesslich für qualifizierte, in der Schweiz domizilierte Vorsorgeeinrichtungen!

Steuroptimierung	Kostenmanagement	Spezialprodukte
Befreiung von US-Quellen- und Stempelsteuer!	Strategie-Lösungen für Sammel-, Gemeinschafts- und Freizügigkeitsstiftungen!	White Label für 1 <sup>o</sup> -Pläne und Einanleger!

Nutzen Sie die attraktive, unabhängige Organisation der J. Safra Sarasin Anlagestiftung 2 und profitieren Sie von den kundenspezifischen Angeboten!

J. Safra Sarasin Anlagestiftung 2, Telefon +41 (0)58 317 44 56, www.jsafrasarasin.ch

**Wichtiger Hinweis** Diese Marketingofferte der J. Safra Sarasin Anlagestiftung 2 (nachfolgend «SASZ») ist ausschliesslich für schweizerische Personenvorsorgeeinrichtungen bestimmt und dient nur zu Informationszwecken. Als direkte Anleger in die in diesem Dokument erwähnten Produkte sind nur in der Schweiz qualifizierte und domizilierte Vorsorgeeinrichtungen zugelassen. Dieses Dokument stellt keinerlei Anlageberatung, kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offenlegung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Finanzinstrumenten bzw. von sonstigen Produkten oder Dienstleistungen dar und ersetzt nicht die individuelle Beratung und Risikoprüfung durch einen qualifizierten Finanz-, Rechts- oder Steuerberater. Das Dokument enthält ausschliesslich Informationen, und enthält keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Es basiert auf Informationen zugänglichen Informationen und Daten (Informationsquellen), die als richtig, zuverlässig und vollständig erachtet werden. Die SASZ hat die Richtigkeit und Vollständigkeit der dargestellten Informationen jedoch nicht überprüft und kann diese nicht garantieren. Mögliche Fehler oder die Unvollständigkeit der Informationen bilden keine Grundlage für eine vertragliche oder stillschweigende Haftung seitens der SASZ für direkte, indirekte- oder Folgeschäden. Insbesondere sind weder die SASZ noch deren Anleger oder die Geschäftsführung haftbar für die hier angegebenen Meinungen, Pläne und Strategien. Die in diesem Dokument gelisteten Meinungen und genannten Zahlen, Daten sowie Prognosen können sich jederzeit ohne Kenntnis ändern. Eine positive historische Wertentwicklung oder Situation stellt keine Garantie für eine positive Entwicklung in der Zukunft dar. Es können sich Abweichungen zu eigenen Finanzanalysen oder anderen Publikationen der J. Safra Sarasin Gruppe ergeben, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Ertragsströme beziehen. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass ein Ausnahmeszenario mit Qualifikationsverlusten im Aktienmarkt eintritt, wodurch sich ein potentieller Interessenkonflikt ergeben könnte. Weiterhin sind die Bank J. Safra Sarasin AG wie auch deren Konzerngesellschaften berechtigt, in die in diesem Dokument erwähnten Produkte zu investieren. Die SASZ ist eine juristische Person, die sich aus der Weiterentwicklung der Vermögensgegenstände (oder Teilen davon) ergibt. Die Finanzprodukte und Kapitalanlagen sind grundsätzlich mit Risiken behaftet. In manchen Fällen können Kapitalanlagen nicht ohne Weiteres liquidiert werden. Anlagewerte können sowohl positiven wie negativen Wertveränderungen unterworfen sein, so dass der Investor gegebenenfalls weniger zurück erhält als er ursprünglich investiert hat. Weitere wichtige Dokumente und Informationen sind unter www.jsafrasarasin.ch/last oder der J. Safra Sarasin Anlagestiftung 2, Postfach, 8002 Basel, lesbar/erhältlich. Weiter das vollständige Dokument nach Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten von Amerika versandt oder darin mitgenommen werden oder in den Vereinigten Staaten von Amerika oder an eine US-Person (im Sinne von Regulation S des US Securities Act von 1933 in diesem jeweils gültigen Fassungs) abgegeben werden. Das vorliegende Dokument darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der J. Safra Sarasin Anlagestiftung 2 weder teilweise noch vollständig ververvielfältigt werden. © Copyright J. Safra Sarasin Anlagestiftung 2. Alle Rechte vorbehalten.