

Flugzeuge im Bauch

Im Liebeslied von Herbert Grönemeyer aus dem Jahr 1984 geht es um eine Person, die von der Liebe und deren Erfahrungen berichtet und wie es einem geht, wenn aus Liebe Qual wird. Wer uns über die letzten Jahre begleitet hat, kennt unsere Leidenschaft und unsere Liebe für Finance und die Ausgestaltung von stabilen und effizienten Portfolios. Umso qualvoller fühlen sich für uns im aktuellen Umfeld gemachte Äusserungen und Meinungen zu Themen wie Zinsen, Inflation, Nachhaltigkeit, Interessenkonflikte und strategischem Risikomanagement an, die teilweise als universelle Wahrheiten dargestellt und auch akzeptiert werden. Im Timeout gehen wir konstruktiv auf einzelne Themen ein und offerieren Lesern eine alternative Sichtweise. Gerade weil wir akzeptiert haben, dass Finance keine exakte Wissenschaft ist.

«Gegen hohe Inflation hilft nichts»

Der Grossteil der Portfoliokonstruktion, welche wir im Markt bei institutionellen Portfolios beobachten, basiert auf der Basisdiversifikation zwischen Aktien und Staatsanleihen. Aus Sicht des strategischen Risikomanagements haben wir in den letzten Jahren stets darauf hingewiesen, dass dieser statistische (negative Korrelation) und wegen den Aktionen der grossen Nationalbanken auch kausale Zusammenhang (Greenspan Put) in einem Tiefzinsumfeld mit gleichzeitigem inflationärem Druck instabil wird.

Im ersten Semester 2022 haben wir leider ein Szenario beobachtet, in welchem die erwartete negative Korrelation – zumindest temporär – überhaupt nicht funktionierte. Zeitgleiche und hohe Verluste auf Anleihen und Aktien hinterliessen tiefe Dellen in den Vermögen vieler Anleger. Nein, keine Sorge, das wird jetzt kein «Wir-haben-es-euch-ja-gesagt»-Argument. Allwissende Propheten gibt es auf den Finanzplätzen bereits mehr als genug. Uns enttäuscht aber die Behauptung, dass die Verluste auf der Anlageseite unvermeidbar gewesen seien. Gegen die hohe Inflation und steigende Zinsen sei halt kein Kraut gewachsen.

Ist dem so? Wir staunen etwas. Wenn wir mit Anlagechefs von unterschiedlichen grossen Instituten reden, hat sich die

Dispersion in deren Anlageresultaten deutlich aufgetan. Die reinen Rendite-Zahlen respektive Fakten der letzten Quartale sprechen also eine andere Sprache.

Der Hauptgrund für die unterschiedlichen Anlageresultate ist rasch identifiziert: Wer sein strategisches Risikomanagement nicht nur auf die Basisdiversifikation ausrichtete und sich – nicht nur mit homöopathischen Dosen – in anderen Risikoprämien und Strategien wie ILS, Infrastruktur, CTAs und variabel verzinste Senior Secured Loans engagierte, gestaltete seinen Verlust (Drawdown) angenehmer als die im institutionellen Markt realisierten S1-2022-Renditen von -8% bis -12% für rein traditionelle Anlageportfolios.

«Es fehlt die Risikofähigkeit für Alternative»

Anleger wie Pensionskassen und Versicherungen haben von Gesetzes wegen und/oder aus regulatorischen Gründen eine beschränkte Verlustfähigkeit. Sie sind somit per Definition pfadabhängige Anleger. Ein solcher ist nicht in jedem Umfeld in der Lage, seine Anlagestrategie durchzuziehen. Oft findet deshalb ein prozyklisches und langfristig unvorteilhaftes De-Risking statt.

Der Regulator und Gesetzesgeber animiert die Institute deshalb absolut zu recht, ihre Anlagen breit zu streuen und zu diversifizieren. Wieso wir im aktuellen von sehr hoher Unsicherheit geprägten Umfeld in einigen institutionellen Portfolios eine zunehmende Konzentration der erwähnten Basisdiversifikation beobachten, können wir aus einem rein finanzökonomischen Blickwinkel nicht nachvollziehen. Im Einzelfall wird häufig auf unsere entsprechende Nachfrage argumentiert, dass den Investoren die Risikofähigkeit für alternative Anlagen wie ILS oder CTAs fehle.

Bei dieser Erklärung bleibt uns kurz der Atem weg. Warum? Aus einer Portfoliosicht fühlte sich der gute Harry Markowitz wohl auch ziemlich gequält, wenn Anlagen mit minimaler oder sogar negativer Korrelation zu Aktien und positiven erwarteten Nettoerträgen aufgrund «zu» hoher Volatilität ausgeschlossen würden. Die berühmte Kovarianz-Matrix liebt solche Anlagen, weil ihre Beimischung zwingend zu einer tieferen Volatilität im Gesamtportfolio führt. Das ist keine Meinung, sondern nur die Mathematik des eleganten Modells. Noch lauter dröhnen die Flugzeuge im Bauch beim

Gedanken, dass sich viele Kritiker von alternativen Anlagen selbst auf die Ideen von Markowitz beziehen, aber offenbar irgendwie zu völlig anderen Konklusionen gelangen.

«Hohe Zinsen sind gut für euch»

Nach dem schlechtesten Aktienquartal seit 20 Jahren und zugleich deftigen Verlusten in vermeintlich sicheren Bondportfolios haben einige Vorsorgewerke ihre Wertschwankungsreserven, wenn nicht fast vollständig aufgebraucht, zumindest ordentlich angeknabbert. Katerstimmung? Weit gefehlt! Vom Bauchweh, welches sich noch in der DotCom- oder Subprime-Krise in den Anlagegremien eingeschlichen hat, fehlt heute fast jede Spur. Was ist diesmal anders?

In letzter Zeit lesen und hören wir immer öfter, dass hohe Inflation und hohe Zinsen ja gar kein Problem für Anleger wie Pensionskassen darstellten. Langfristig seien hohe Zinsen gut für die PK-Industrie. Womit wir uns mitten in der Asset-Liability-Diskussion (ALM) befinden. Hier bietet sich eine tiefergehende Betrachtung an.

Es ist uns bewusst, dass Grossanleger wie Pensionskassen ihre Anlagestrategie auf ihre Verpflichtungen abstimmen. Dies entspricht auch ihrem Auftrag, die finanzielle Stabilität jederzeit sicherzustellen. Wir verstehen auch, dass bei höheren Zinsen die Verpflichtungsseite aus einer Barwert-Betrachtung abnimmt. Es ist uns auch klar, dass sich das risikolose Reinvestitionsrisiko gegenüber dem technischen Zinssatz durch ein höheres Zinsniveau reduziert. Weiter wissen wir, dass je nach Reglement die hohe Inflation auf Grund des fehlenden oder nicht vollständigen Teuerungsausgleichs bei Renten die Verpflichtungsseite ebenfalls entlastet. Ob sich die betroffenen Rentner über die geringere Kaufkraft freuen, sei jetzt mal dahingestellt.

Was wir aber nicht verstehen, ist, weshalb diese Argumente gegen eine stabilere und breiter aufgestellte Anlagestrategie sprechen und wieso man im aktuellen Umfeld sogar noch verstärkt auf das alte und im heutigen Umfeld überforderte «One-Trick-Pony» Basisdiversifikation setzt. Oder anders gefragt: War und ist es wirklich notwendig, dass Pensionskassen auf dem Weg in ein neues Zinsregime ihre geäußerten Wertschwankungsreserven opfern, welche sie besser zur Finanzierung des Teuerungsausgleiches oder generell zur Leistungsverbesserung hätten nutzen können?

«Gemäss ALM »

In den aktuellen Diskussionen kommt den ALM-Studien eine hohe Bedeutung zu. Eine ALM stellt den Versuch dar, eine hochkomplexe Realität in einem Modell abzubilden. In diesem Prozess sind sowohl Unsicherheiten bezüglich der erwarteten Renditen (A) sowie der Verpflichtungsseite (L) zu akzeptieren und natürlich auch zu adressieren. Modelle helfen uns, unter gewissen Annahmen Aussagen zu treffen. Der magische Einschub lautet «unter Annahmen». Auch wenn sich das einige Experten wünschen und sich so verhalten, dienen Modelle nicht der Wahrheitsfindung. Sie sind und bleiben eine Abstraktion der komplexen Realität.

Wir begrüßen deshalb Diskussionen bezüglich Stressrisiken resp. Szenarien und Sachverhalten, welche ALM-Modelle nicht oder nicht vollständig abbilden können. Sei dies z.B. die einfache Veränderung von Korrelationsannahmen oder Annahmen von externen Schocks auf ein Gesamtportfolio. Harry Markowitz war übrigens schon von Anfang an klar, dass sein Modell nur zu einem Optimum führen kann, wenn alle notwendigen Annahmen für die Zukunft korrekt sind, was sie natürlich in der Realität niemals sein können.

Ähnlich wie beim «A» gibt es auch beim «L» Unsicherheiten. Wie beeinflusst z.B. eine Pandemie die Verpflichtungsseite? Welcher Effekt hat eine «Corporate Action» beim Sponsor in Bezug auf das Duration Matching? Wie verändern die Fortschritte bei Krebsforschung das Langlebigkeitsrisiko? Denken in Szenarien wird bei Analysen der Verpflichtungsseite gemäss unserem Wissenstand nur wenig angewandt.

Wir zweifeln wirklich nicht am Sinn einer ALM für eine PK oder eine Versicherung. Aber an den heute vielerorts populären Prozessen. Wie jede Modellierung sollte eine gute ALM-Studie helfen, die richtigen Fragen zu stellen, aber keine Entscheidungen treffen. Wir wünschen uns daher vermehrt eine kritische Auseinandersetzung mit den Resultaten und Empfehlungen aus den ALM-Studien.

«Nachhaltigkeit ist illegal»

Die Diskussionen zum Thema Nachhaltigkeit werden leider in den seltensten Fällen objektiv und emotionslos geführt. In unseren Gesprächen mit Pensionskassen zum Thema sind wir vermehrt über die Aussage gestolpert, dass die «Nachhaltigkeit gegen den Gesetzesauftrag geht und

somit illegal sei, da mit einer nachhaltigen Umsetzung keine marktgerechte Rendite erzielbar sei.»

Dem Gesetzgeber geht es in seiner Verordnung BVV2 darum, dass die obersten Organe nachvollziehbar eine ertrags- und risikogerechte Vermögensbewirtschaftung steuern und überwachen (Art 49 a BVV2). Im Art. 51 BVV2 ist zudem geregelt, dass die Vorsorgeeinrichtung «einen dem Geld-, Kapital- und Immobilienmarkt entsprechenden Ertrag anstreben» muss. Aus obigem Artikel lässt sich der Begriff «marktgerecht» ableiten. Im Rahmen der ALM werden deshalb Benchmarks ausgewählt, welche das Anlageuniversum oder den investierten Markt abbilden. Bei der Wahl geeigneter Benchmarks und der Märkte sind die Vorsorgewerke frei, sofern die Anforderungen an Art. 50 Abs. 3 BVV2 bezüglich der Risikostreuung eingehalten sind.

Der Begriff «Markt» ist also nicht abschliessend definiert. So hat sich beispielsweise der Schweizer «Home Bias» bei der Umsetzung der Aktienanlagen etabliert, wobei die hiesigen Vorsorgewerke Schweizer Aktien gegenüber dem Gewicht im globalen Anlagemarkt überproportional gewichten. In anderen Ländern beobachten wir übrigens das gleiche. Dieser Home Bias ist in Artikel Art. 53 Abs. 3 Lit. d. BVV2 nicht vorgesehen, aber deswegen noch lange nicht illegal. Weshalb nun eine Vorsorgeeinrichtung keinen Benchmark wählen dürfe, der nachhaltige Kriterien berücksichtigt, ist für uns nicht schlüssig. Die bestehenden Anlagevorschriften hindern eine Vorsorgeeinrichtung ja nicht an Investitionen in nachhaltigen Anlagen, weshalb uns der Begriff «illegal» in diesem Zusammenhang verfehlt erscheint.

«Vorsicht vor Interessenkonflikten»

Unsere vorhin dargelegte Sicht, welche den Einsatz von alternativen Anlagen befürwortet, entspricht unserem finanzökonomischen Verständnis, welches wir sowohl im persönlichen Gespräch als auch bei Schulungen oder in Beratungen vertreten. Dass wir entsprechende Dienstleistungen anbieten, erscheint uns daher nur konsequent.

Als FINMA regulierter Verwalter von Kollektivvermögen, der Lösungen im Bereich von ILS, Private Debt und CTAs anbietet, sind wir aber manchmal mit dem Vorwurf der Subjektivität konfrontiert. Die Kritik: Man sollte nicht gleichzeitig beraten und Lösungen anbieten. Ist dem so?

Oder konkret gefragt: Wird die Objektivität bzw. Unabhängigkeit einer Firma gefährdet, wenn man sowohl Beratung als auch Umsetzung offeriert?

Fakt ist: Der Gesetzgeber hält im Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG), welches die Verbesserung des Anlagerschutzes bezweckt, ausdrücklich fest, dass neben der Anlageberatung auch die Vermögensverwaltung sowie Portfolioanalyse erbracht werden kann. Dass wir als FINMA regulierter Verwalter von Kollektivvermögen auch nach wie vor Beratungsdienstleistungen anbieten, war deshalb weder im Rahmen unseres Bewilligungsverfahrens noch bei der aufsichtsrechtlichen Revision je ein Thema. Gerade weil wir uns auf wenige, bewusst ausgewählte Anlagethemen spezialisieren, verfügen wir über das Fach-Know-How, um in die notwendige Tiefe zu beraten. Zudem basieren unsere Empfehlungen auf einem in internen Weisungen umfassend festgelegten Prozess, der im Rahmen der aufsichtsrechtlichen Revision jeweils einer Prüfung unterzogen wird.

Hinzu kommt unser gefestigter Eindruck, dass sehr viele institutionelle Anleger inkl. unsere Kunden durchaus in der Lage sind, selbst zu beurteilen, ob sie unsere und andere Ansichten und Empfehlungen als konfliktträchtig erachten.

„Schlussakkord“

Die letzten zwei Dekaden in der Finance haben uns gelehrt, dass es sich selten auszahlt, zu starke Meinungen zu vertreten oder blind daran festzuhalten. Dafür sind die Fragestellungen, mit welchen wir uns tagein tagaus beschäftigen, einfach zu dynamisch und zu komplex. Wir bewegen uns an den Finanzmärkten im Bereich der Sozialwissenschaften und nicht in den exakten.

Umso überraschender wirkt die teilweise deutliche Verhärtung der Standpunkte in Gesprächen und Diskussionen im aktuellen Umfeld. Kritische Denker hinterfragen unserer Ansicht nach ihre eigenen Ansichten und die der anderen. Sie akzeptieren andere Meinungen und sind bereit sich durch bessere Argumente (falls vorhanden) überzeugen zu lassen. Damit werden aus den Flugzeugen im Bauch zwar noch keine Schmetterlinge. Aber ein offenes und konstruktives Gespräch hat noch nie geschadet, um eine gefühlte Qual etwas zu lindern und im besten Fall sogar wieder etwas Liebe aufflammen zu lassen.