

SwissBanking im anlagepolitischen Irrflug?

Die Mär der hohen Erträge illiquider Anlagen

Die Schweizer Banken ermuntern Pensionskassen, ihre Anlagestrategie zu ändern. Insbesondere sollen mehr Aktienrisiken genommen und die Investitionen in alternative Anlagen ausgebaut werden. Das erste macht Sinn. Das zweite nicht.

IN KÜRZE

Viele Pensionskassen erwägen, mehr in illiquide Anlagen zu investieren – auch auf Anraten von Finanzinstituten. Doch die meisten entsprechenden Anlagen halten nicht, was sie versprechen.

Im Frühjahr hat die Schweizerische Bankiervereinigung (SwissBanking) ein von der Arbeitsgruppe «Berufliche Vorsorge» ausgearbeitetes Grundlagenpapier publiziert, das die anlagepolitische Zukunft der schweizerischen Pensionskassen aufzeigen soll.¹

Eine gute Empfehlung ...

Um der gewaltigen Herausforderung tiefer Zinssätze zu begegnen und die Renditen nachhaltig zu steigern, machen die Autoren primär zwei Empfehlungen.

Erstens sollen die Anlagerestriktionen in der beruflichen Vorsorge gelockert werden, sodass in Zukunft eine Aktienquote von maximal 75 Prozent möglich ist. Diese Forderung ist zu begrüßen, lässt sich doch unzweifelhaft mit einem höheren Anteil an Realwerten und insbesondere mit einem höheren Aktienanteil langfristig eine deutlich verbesserte Performance erzielen.

So warfen Schweizer Aktien, trotz zwischenzeitlich heftiger Börseneinbrüche, in der Periode von 1926 bis 2016 eine jährliche Rendite von 7.7 Prozent ab. Schweizer Pensionskassen halten aktuell durchschnittlich einen Aktienanteil von gut 30 Prozent. Angesichts ihres in der Regel äusserst langen Anlagehorizonts bietet es sich effektiv an, deutlich höhere Beteiligungen an Dividendenpapieren zu halten.



Pirmin Hotz

Dr. oec. HSG,
Gründer und Inhaber der
Dr. Pirmin Hotz
Vermögensverwaltungen AG

... und eine zweifelhafte

Da erstklassige Obligationen seit längerer Zeit kaum mehr Zins abwerfen oder sogar negativ rentieren, empfiehlt die Bankiervereinigung zweitens mit Nachdruck, diese zugunsten von Alternativenanlagen wie Hedge Funds, Private Equity und Infrastrukturanlagen zu reduzieren. In Proklamation einer Neuorientierung beruft sich SwissBanking dabei auf die bahnbrechenden Erkenntnisse des Begründers der modernen Portfolio-Theorie, Nobelpreisträger Harry Markowitz.

Diese Empfehlung ist allerdings nicht ungefährlich, denn die Autoren der Studie operieren bei diesen Produkten mit Rendite- und Risikoannahmen, die in der Praxis einem Härtestest kaum standhalten.

So zeigt ein Blick auf die Renditen der Vergangenheit für die drei Alternativenanlagen ein düsteres Bild. Der HFRX Global HF Index, ein repräsentativer Index für Anlagen in Hedge Funds, weist für die Zeitperiode 2000 bis 2016 in der Referenzwährung Schweizer Franken eine jämmerliche jährliche Durchschnittsrendite von 0.17 Prozent aus. Für die vergangenen zehn Jahre resultierte sogar ein jährlicher Verlust von knapp 2.5 Prozent; dies im Kontrast zur Renditeannahme von SwissBanking mit jährlich gegen 5 Prozent.

Dass die Bankiervereinigung solch intransparente, äusserst margenträchtige und oft mit viel Fremdkapital gehebelte Produkte zur Anlage empfiehlt, kann bei Lichte betrachtet eigentlich nur mit Eigeninteressen ihrer Mitgliedbanken er-

¹ Siehe dazu Artikel von Iwan Deplazes, Anlagegerichtlinien für Pensionskassen: Mehr Spielraum für die Rendite, «Schweizer Personalvorsorge» 6/17, Seite 7.

klärt werden. Pensionskassen brauchen definitiv keine Hedge Funds, die in Krisenzeiten oft gar nicht mehr veräusserbar und erfahrungsgemäss sehr anfällig für Insider- und Korruptionsvergehen sind.

Private Equity mit mageren Renditen

Es gibt wohl kaum eine Anlagekategorie mit so vielen Renditemythen wie diejenige von Private Equity. Diese wäre im Grunde als langfristige Realwertanlage prädestiniert. SwissBanking geht bei Private Equity für die kommenden zehn Jahre von einer Zielrendite von jährlich knapp 10 Prozent aus und nimmt an, dass mit nicht kotierten Aktien zwischen 2 und 4 Prozent Mehrertrag gegenüber kotierten Aktien erwirtschaftet wird. Diese Annahme ist wohl realitätsfern und kann mit Fakten kaum belegt werden.

Die Renditeannahmen basieren regelmässig auf den Angaben der Anbieter selbst, was natürlich in einem intransparenten Geschäft problematisch ist. Da es in der Natur von Private Equity liegt, dass es keine Börsenkurse gibt, basieren deren Angaben auf internen Renditeberechnungen, sogenannten Internal Rates of Return (IRR). Die Erfahrungen aus der Praxis zeigen nun aber, dass nach Abzug der horrenden Gebühren, die auf diversen Ebenen anfallen, für den Anleger eine signifikant tiefere Rendite herauspringt als mit kotierten Aktien.

Ein Blick auf die Renditeergebnisse börsennotierter Private-Equity-Gefässe ermöglicht eine realitätsnahe Annäherung an das, was die Branche zu leisten im Stande ist. Ein repräsentativer Korb von kotierten Private-Equity-Anlagen² warf in der Zeitperiode 2000 bis August 2017 eine jährliche Rendite von minus 3.1 Prozent ab (siehe Tabelle). Jährlich! Das ist nicht das, was Pensionskassen benötigen, um ihre Verpflichtungen zu erfüllen.

Wenn nun die kotierten Gefässe von Private Equity, die im Schaufenster der Anlegergemeinde stehen und im Sinne eines guten Marketings eigentlich die

² Der Korb beinhaltet Private Equity Holding, Castle Private Equity, Shape, APEN, Princess Private Equity, HBM Bioventures, New Venturetec und Partners Group Global Opportunities für die Periode 2000 bis August 2017 (bei zwischenzeitlich dekotierten Gefässen bis zu ihrer Dekotierung).

Entwicklung Private Equity 1.1.2000 bis 31.8.2017

Gesamtrendite von Private Equity	Rendite pro Jahr	Rendite kumuliert	Risiko (Volatilität)	Maximalverlust (max. Drawdown)
Composite aus kotierten PE-Gefässen in CHF*	-3.1%	-42.4%	27.6%	-69.1%
LPX50 TR Index in CHF (Private Equity Index)	-0.8%	-13.8%	30.6%	-72.0%
MSCI Welt Index in CHF (Aktien weltweit)	1.3%	26.1%	19.8%	-49.5%
SPI	4.1%	102.6%	18.8%	-35.4%

* PE Holding, Castle, Shape, APEN, Princess, HBM, New Venturetec, PG Global Opportunities

besten Produkte der Anbieter repräsentieren müssten, über viele Jahre derart unbefriedigende Resultate lieferten, lässt sich fragen: Ist es dann realistisch, dass die nicht kotierten Private-Equity-Anlagen im Vergleich zu den kotierten um Welten besser abschneiden? Wohl kaum.

Darüber hinaus zeigt sich, dass die Volatilität sowie der zwischenzeitliche Maximalverlust von Private Equity massiv höher sind als bei kotierten Aktien, was auch einer intuitiven Logik entspricht.

Der Charme eines Chagalls

Wer neben den vollmundigen Versprechen attraktiver Rendite-Risiko-Verhältnisse bei nicht kotierten Private-Equity-Anlagen überdies glaubt, diese Anlageklasse sei mit traditionellen Anlagen tief korreliert und deshalb zur Diversifikation besonders geeignet, unterliegt einem fundamentalen Irrtum.

Nicht kotierte und damit keinen täglichen Börsenschwankungen unterliegende Anlagen sind mit ihren sporadisch und rein buchhalterisch erfassten Inventarwerten definitionsgemäss nicht volatil. Deswegen zu schliessen, sie seien weniger risikobehaftet als kotierte Aktien, ist blauäugig. So liessen sich denn auch Briefmarken, Oldtimer, Weinraritäten, Bilder von Chagall oder ein Stück Land in den Rocky Mountains als attraktive Anlagekategorie für Pensionskassen anpreisen.

Dieselben Vorbehalte gelten naturgemäss auch für die in Mode gekommenen Infrastrukturanlagen, wie beispielsweise die Resultate des Solactive Infrastructure Rotator Index zeigen. Der diversifizierte Index liefert seit 2006 eine jährliche Rendite von weniger als 1 Prozent.

Die Erfahrungen mit alternativen Anlagen im Haifischbecken der Finanzindustrie sind, so lässt sich bilanzieren, insgesamt ernüchternd.

Markowitz missgedeutet

Dass die Experten von SwissBanking ihre Empfehlungen, die zu einer Entmystifizierung von Alternativenanlagen beitragen sollen, in erster Linie auf die Portfolio-Theorie von Harry Markowitz abstützen, ist schliesslich nicht im Sinne des Erfinders.

Eine einfache Google-Anfrage lässt keinen Zweifel, was der Nobelpreisträger beispielsweise von Hedge Funds hält. «Markowitz attacks hedge fund diversification claims», lautet eine vielbeachtete Schlagzeile aus dem Jahr 2014.

Der gerne zitierte Harry Markowitz ist zwar ein glühender Anhänger der Diversifikation für liquide Anlagen wie Aktien – von komplexen und intransparenten Produkten lässt er aber konsequent die Finger. SwissBanking hat offensichtlich einen berühmten Forscher missbraucht, um die Interessen ihrer Mitglieder zu vertreten. Das ist nicht nobel. |