

Für mehr Flexibilität in der SAA

Die strategische Anlage-Allokation (SAA) stellt den Nordstern für viele institutionelle Anleger dar. Sie definiert, welche Anlageklassen in welchem Umfang zu investieren sind. Und damit oft auch welche nicht. Das beschränkt die Flexibilität. Um Anlagechancen trotzdem pragmatisch und flexibel wahrnehmen zu können, bieten sich für uns drei Ansätze innerhalb einer SAA an. Diese stellen wir im Timeout vor.

Ausgangslage

Die typische SAA listet im Wesentlichen alle zu investierenden Anlageklassen auf und ordnet ihnen jeweils ein Zielgewicht vom Gesamtportfolio zu. Zum Beispiel 35% Anleihen, davon 15% Eidgenossen und 20% im Ausland. Oft werden zusätzlich untere und obere Limiten festgelegt, um den unterschiedlichen Kursentwicklungen der Anlagen Rechnung zu tragen und Regeln für ein mögliches Rebalancing vorzugeben. Z.B. dürfen Anleihen nicht weniger als 30% und nicht mehr als 40% im Gesamtportfolio betragen. Fällt die Quote unter 30% wird gekauft, steigt sie über 40% wird verkauft. Besteht für eine Anlageklasse, eine Strategie oder ein Segment keine explizite Quote, so wird in der Regel nicht investiert. Das ist intuitiv und nachvollziehbar. Nur vergibt man sich interessante Optionen, wenn in der SAA keine Flexibilität geplant ist und man sich nur auf Kernanlagen konzentriert.

Falls eine SAA fix alle paar Jahre überarbeitet wird, kann es passieren, dass sie eine neue Ausgangslage (z.B. eine höhere erwartete Rendite oder veränderte Risikowahrnehmungen) am Markt und in gewissen Anlageklassen nicht mehr adäquat reflektiert. Evtl. besteht keine Quote für eine Anlageklasse in einer SAA, weil diese anfangs 2022 bei Fixierung der SAA noch nicht attraktiv erschien. Heute ein Jahr später wirkt sie aber vielleicht hoch attraktiv. Wer in dem Fall nicht einfach mehrere Jahre die Hände in den Schoss legen und auf die nächste SAA warten will, könnte verschiedene Ansätze prüfen, um flexibler zu agieren. Drei davon stellen wir kurz vor: 1. Strategische Quoten für spezifische Anlagen von Null, 2. eine Quote für «Andere», 3. mehr Spielraum innerhalb von Anlageklassen. Danach erörtern wir gemeinsame Vor- und Nachteile im Vergleich zu starren SAAs und vergleichen schliesslich die drei Varianten miteinander.

Strategische Quote von Null mit Bandbreite

Man kann in der SAA für bestimmte Anlageklassen ein Gewicht von Null und eine Bandbreite von Null bis X% festlegen. Damit wird ausgedrückt, dass eine Anlage zwar denkbar, aber nicht permanent vorgesehen ist. Wenn eine oder mehrere der im Voraus bestimmten Anlageklassen auf einmal interessanter wirkt als bei Verabschiedung der SAA, darf man die Bandbreiten ausnutzen und flexibel in die definierten Anlageklassen investieren. In der folgenden SAA können die Anlageklassen dann entweder eine Quote für sich alleine erhalten, oder man behält sie bei Null und investiert auch in der nächsten SAA kurzfristig, bzw. wenn die Risikoprämien überzeugen. Oder aber man streicht die Anlageklassen einfach wieder.

Eine Quote für «Andere»

Eine strategische Quote für «Andere» ist meistens nicht Null, sondern oft im unteren einstelligen Bereich und dient als Auffangbecken für Anlagen, die nicht explizit in der SAA vorgesehen sind. Man lässt also bewusst offen, welche Anlageklassen unter die Rubrik fallen und entscheidet über die Zeit opportunistisch. Ist eine fixe Quote für «Andere» definiert, kann aber ein für uns fehlgeleiteter Druck aufkommen, diese Quote dann auch zu nutzen. Mehr dazu später.

Mehr Spielraum innerhalb von Quoten

Der dritte Ansatz für mehr Flexibilität in der SAA schafft keine neuen Linien für Anlageklassen, sondern erweitert die Möglichkeiten innerhalb bestehender Anlageklassen. Man könnte z.B. unter der SAA-Quote von 35% für Aktien auch eine Möglichkeit für Private Equity eröffnen, um die Aktienprämien abzuschöpfen. Ein Anlageteam oder eine AK darf opportunistisch entscheiden, ob die gesamte Quote in kotierte Aktien investiert wird, oder ein Teil davon auch in Private Equity. Analog könnte man z.B. Private Debt Anlagen in einer SAA den Anleihen zuordnen. Wir betonen hier explizit, dass es um ökonomische Zuteilungen geht und nicht um regulatorische. Gemäss BVV2 gehören Privatmarktanlagen ausserhalb der Schweiz immer in die Kategorie Alternative und jede Schweizer PK ist gut beraten, dies auch so auszuweisen. Ein Spielraum innerhalb von Quoten macht daher nur für die interne Diskussion Sinn. Weiter muss man bei Privatmarktanlagen via illiquiden Closed-End-Fonds beachten, dass ein Einstieg zwar opportunistisch möglich ist, aber ein Ausstieg erst in zehn oder mehr Jahren und damit kaum mehr die gesuchte Flexibilität besteht.

Gemeinsame Vor- und Nachteile der drei Ansätze

Bevor wir gemeinsame Vor- und Nachteile der drei Ansätze erörtern, erscheint ein Disclaimer notwendig. Eine sorgfältige Prüfung aller Anlagen, insbesondere solcher ohne Quote in der SAA, ist in unseren Augen immer angebracht. Gerade was die Liquidität von Anlagen und Produkten angeht, weil Flexibilität wie erwähnt nur mit liquiden Anlagen gewährleistet ist. Quoten von Null oder Quoten für «Andere» Anlagen sind keine Freibriefe für Experimente in exotischen Anlageklassen, sondern eröffnen lediglich praktische Ansätze, um ein in unseren Augen unvorteilhaft enges SAA-Korsett flexibler zu gestalten.

Uns erscheint es deshalb sinnvoll, auch bei Quoten für «Andere» oder bei Quoten innerhalb bestehender Anlageklassen mit unteren Bandbreiten von 0% und oberen von X% zu operieren, damit man nie von der SAA gezwungen wird, in irgendetwas zu investieren, das man eigentlich gar nicht möchte. Aber man darf, wenn's attraktiv wirkt. Damit schafft man sich gratis und mit wenig Aufwand die gewünschte Flexibilität in der SAA und damit eine wertvolle Option, auch hinsichtlich der Diversifikation im Gesamtportfolio.

Risikoprämien sind zeitvariabel

Ein zweiter Grund für mehr Flexibilität in der SAA liegt für uns in der Zeitvariabilität von Risikoprämien an Finanzmärkten und der Option, darauf reagieren zu können. Wie der Übervater der Finanzmarkttheorie in der Schweiz, Prof. Heinz Zimmermann, vor Urzeiten bemerkte, sind Risikoprämien an Finanzmärkten zeitvariabel. Erwartete Rendite für Aktien, Anleihen und alles andere sind nicht statisch, sondern hängen vom Preis bzw. vom aktuellen Angebot und der Nachfrage ab. Übersteigt die Nachfrage nach einer Anleihe das Angebot, steigt ihr Preis. Damit sinkt zwingend die erwartete Rendite dieser Anleihe, weil der Coupons und die Laufzeit der Anleihen fixiert sind (daher heisst es auch auf Englisch Fixed Income).

Daraus folgt, dass man im Prinzip die SAA jeden Tag aktualisieren könnte, weil die Risikoprämie und das Risiko nicht mehr aktuell sind. Nur wäre das äusserst aufwändig, und nach Kosten kaum lohnenswert. Aber die Vorstellung, sich mehrere Jahre zu binden und alle Finanzmarktentwicklungen (ausserhalb in der SAA definierter Rebalancingregeln) bewusst zu ignorieren, wirkt auf uns mindestens ebenso befremdend. Wie sollen wir heute beurteilen, ob gewisse Anlageklassen in zwei oder drei Jahren attraktiv sind oder nicht? Was befähigt uns, heute schon zu entscheiden, dass

gewisse Anlagen in den nächsten Jahren sicher nicht interessant sein werden und damit schon heute fix aus der SAA auszuschliessen sind? Alle drei in diesem Timeout vorgestellten Ansätze lösen dieses Problem, indem sie mehr Flexibilität bzw. Optionalität bieten, ohne Zwang und Druck und mit geringem Aufwand.

Klare Leistungsmessung ist möglich

Über die Wahl von Benchmark-Indizes lässt sich die Leistungsbeurteilung und auch die Verantwortung für flexible Anlagen in einer SAA problemlos steuern. Beispielsweise kann als Benchmark-Index für die Obligationen in der SAA der breite Bloomberg Global Agg Index gewählt werden. Die opportunistische Beimischung von Loans oder Direct Lending wird als Erfolg verbucht, wenn eine bessere Rendite als mit dem Index resultiert. Die Verantwortung liegt beim Gremium, das die flexible Quote beschliesst. Bei Anlagen mit strategischen Quoten von Null bietet sich auch ein Vergleich der Gesamtportfoliorendite mit und ohne diese Anlagen an. Man darf bzw. muss eigentlich von opportunistischen Anlagen erwarten, dass sie die Portfoliorendite verbessern, weil darin der Grund für die Beimischung liegt. Dies kann entweder trivial in höheren Renditen oder risiko-adjustiert z.B. via das Sharpe Ratio erfolgen. Wir empfehlen beides.

Uns ist klar, dass die Performancemessung und damit die Leistungsbeurteilung bei illiquiden Privatmarktanlagen schwieriger ist als bei liquiden Anlagen. Aber das spricht nicht gegen mehr Flexibilität in der SAA, sondern lediglich für eine sorgfältige Leistungsbeurteilung von Privatmarkt-Anlagen. Und ja, die Risikomessung bei Privatmarktanlagen ist aufgrund der fehlenden Marktpreise nicht einfach, aber das haben wir in diversen früheren Timeouts bereits adressiert, weshalb wir es hier nicht wiederholen.

Nachteile

Kritiker von Flexibilität in der SAA, dürften einwenden, dass die Mittel für eine opportunistische Anlage von einer anderen fixen Anlage in der SAA herkommen müssen und man dort ein Untergewicht akzeptieren muss. Falls sich eine flexible Anlage als Flop erweist, verliert man mehr Geld als wenn man sich die starre SAA befolgt hätte. Dieser Gedanke ist nicht falsch, aber für uns zu defensiv. Denn im Nachhinein wird sich jede gewählte Quote in einer SAA als sub-optimal erweisen. Man hätte im Jahr 2022 nur in Trendfolger investieren sollen (sie lieferten im Schnitt zweistellige Renditen) und in den Vorjahren nur in US Large Cap Tech oder Crypto. Man brauchte auch keine Quoten

in vermeintlich sicheren Anleihen, was aufgrund der negativen Zinsen und der negativen Risikoprämie durchaus frühzeitig erkennbar gewesen wäre. Aber jede kundenspezifische SAA verfolgt zu Recht die Ambition, eine langfristig geeignete Balance von Renditepotenzial, Risiko und Liquidität zu finden. In der Praxis erscheint es uns sinnvoll, neben der oberen Bandbreite für bestimmte flexible Anlageklassen auch gleich zu definieren, zu Lasten welcher Anlagen mit fixer SAA-Quote man sie aufbauen darf. Z.B. Senior Secured Loans aus Anleihen (und umgekehrt).

Wir können nicht leugnen, dass flexible Anlagen in der SAA mehr Aufwand verursachen als statische SAAs nur mit Aktien, Anleihen und Immobilien. Man muss sich Gedanken machen, welche flexiblen Anlagen in Frage kommen, man muss sie prüfen, beschreiben, in aller Regel einen Vorschlag dafür ausarbeiten und am Schluss eine geeignete Umsetzung identifizieren. Uns ist klar, dass nicht alle Anleger so viel Freude an diesen Aufgaben entwickeln wie wir. Wir massen uns hier nicht an zu urteilen, ob das zumutbar ist. Evtl. hilft es Unentschlossenen aber, sich in die Schuhe ihrer Kunden, Auftraggeber oder Destinatäre zu versetzen und sich zu fragen, ob man diesen Aufwand für sich selbst von seinem Vermögensverwalter, seinem Berater oder seiner Pensionskasse erwarten würde.

Wie flexibel darf oder soll es sein?

Strategische Quoten von Null für bestimmte Anlageklassen bieten logischerweise weniger Flexibilität als ein offenes Sammelbecken namens «Andere», weil via diese «Andere» kaum Einschränkungen entstehen. Zudem minimiert eine Quote für «Andere» den Initialaufwand, da keine entsprechenden Anlagenklassen vorgängig definiert und geprüft werden müssen. Dennoch überzeugt uns eine SAA mit spezifischen Quoten von Null mehr als eine Quote «Andere».

Erstens, weil wir der Ansicht sind, dass die gesetzlich vorgeschriebene und auch praktisch höchst sinnvolle Pflicht zur Sorgfalt bei der Verwaltung fremder Gelder für sämtliche Anlagen gelten sollte. SAA-Quoten zwingen die Entscheidungsträger, sich Gedanken über die Rolle und den Nutzen jeder Anlage im Gesamtportfolio zu machen und sie schriftlich festzuhalten. Das erleichtert nicht nur die Kommunikation nach innen und aussen, sondern schafft auch ein gemeinsames Verständnis für alle involvierten Personen, um als Gremium zielführende Anlageentscheide zu treffen.

Eine offene Quote für «Andere» würde bei uns ein mulmiges Gefühl auslösen und den Grad an Delegationsbereitschaft und Vorschussvertrauen zu stark strapazieren. Wenn wir uns in die Rolle von Anlagekomitees, Stiftungsräten oder ähnlichen Gremien versetzen, würden wir Transparenz zu den überhaupt in Frage kommenden Anlageklassen für flexible SAA-Quoten fordern. Aber wenn man «Andere» klarer definiert und eingrenzt, kann man ja direkt in der SAA definieren, um welche konkreten Anlagen es geht, was wiederum einer SAA-Quote von Null für die definierten Anlageklassen entspricht. Zudem bietet eine Quote für «Andere» mehr Angriffsfläche, falls die resultierende Rendite enttäuscht, weil im Voraus evtl. nicht ausreichend dokumentiert wurde, weshalb und wann man diese flexiblen Anlagen überhaupt tätigte.

Ökonomische Logik zählt immer noch

Ein Nachteil des dritten Ansatzes liegt für uns neben der Buchhaltung (Ökonomie vs. BVV2) auch darin, dass gewisse vor allem unkorrelierte Anlageklassen mit unabhängigen Risikoprämien und Risiken kaum unter bestehenden traditionellen Anlageklassen fallen (sollten). Während für gewisse denkbare Anlagen wie Private Equity oder Debt die Zuordnung trivial wirkt, weil sie zentrale Merkmale von Aktien oder Anleihen teilen, wird sie für unkorrelierte Anlagen fast unlösbar. Z.B. widerstrebt es für uns jeder ökonomischen Logik, Trendstrategien (CTAs) unter Aktien oder Anleihen in der SAA laufen zu lassen, weil sie diese Anlagen gut diversifizieren sollen und effektiv in der langfristigen Vergangenheit mit beiden nur minimal korrelierten. Ähnlich schwierig erscheint die Zuordnung von ILS, weil Prämien für die Übernahme von Versicherungsrisiken zumindest einseitig völlig unabhängig von den Finanzmärkten erfolgt. Ob ein Erdbeben auftritt oder ein Hurrikan sich formiert, hängt nicht im Geringsten von der Lage am Finanzmarkt ab. Die abschöpfbare Risikoprämie von ILS-Anlagen basiert zudem auf dem (Un)Gleichgewicht von Kapitalangebot und Nachfrage im globalen (Rück)Versicherungsmarkt.

Empfehlung

Strategische Quoten von Null für bestimmte Anlageklassen in einer SAA bieten höchst wertvolle Flexibilität und Optionalität, welche den Zusatzaufwand in unseren Augen bei Weitem rechtfertigt. Jeder vernünftige Ökonom und Advisor rät Anlegern, günstige Optionen stets wahrzunehmen, weil man mit diesen nichts verlieren aber vielleicht etwas gewinnen kann.