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

Investment Consulting

Alternative Risikoprämien - Klassifikation und Überblick

Summit 4, portfolio institutionell

PPCmetrics AG
Lukas Riesen, CFA, Partner

Hamburg, 9. Juli 2015

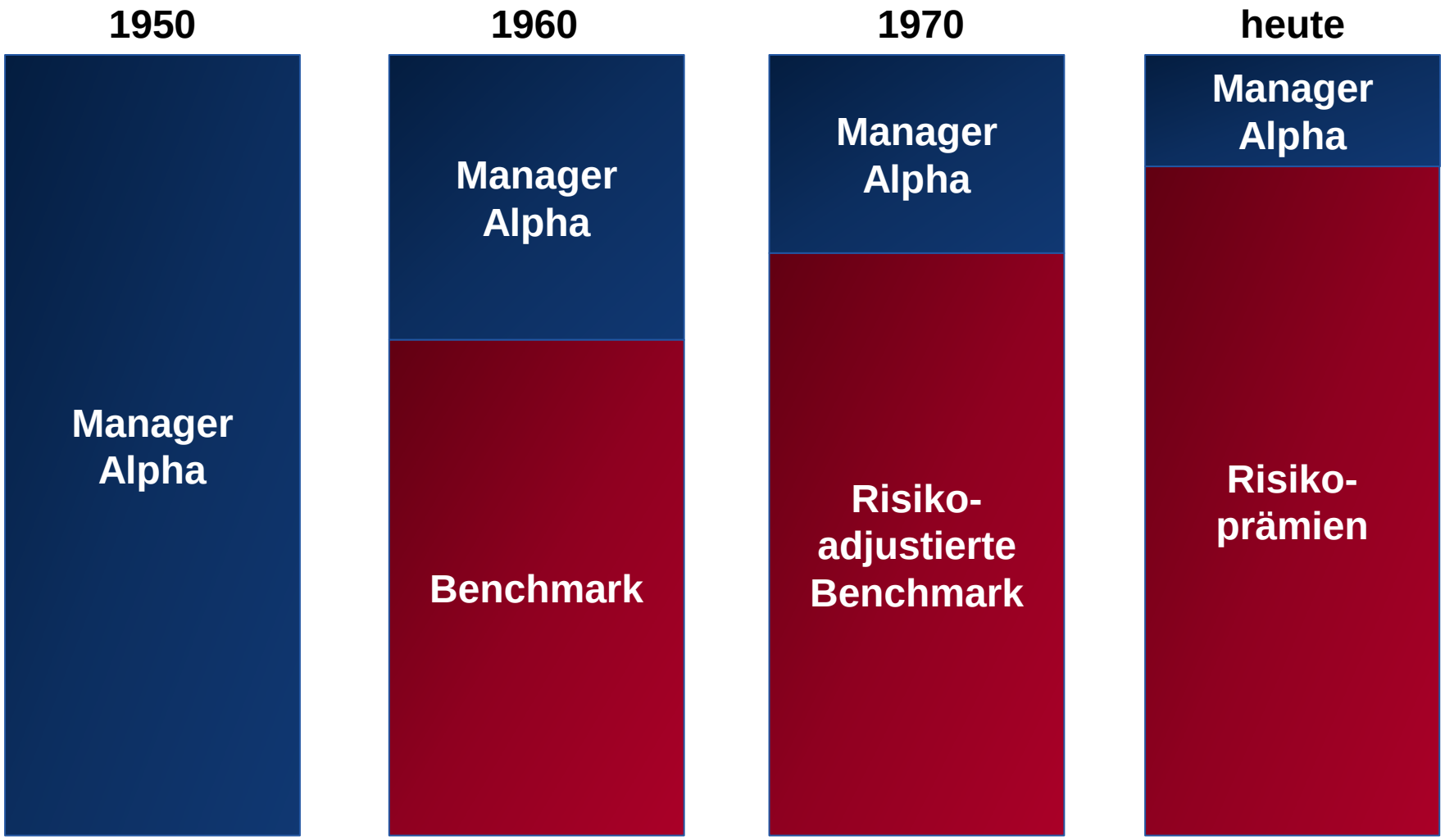
© PPCmetrics AG

Inhalt

- Einführung Risikoprämien 3 - 6
- Alternative Risikoprämien 7 - 8
- Erwartungen und Faktorexposition 9 - 14
- Kriterien Portfoliokonstruktion und Fazit 15 - 16

Einführung Risikoprämien

Renditedekomposition früher und heute



Quelle: MSCI (2012), eigene Darstellung

Einführung Risikoprämien

Für jedes Risiko eine Prämie?

- **Höhe der Risikoprämie** ist ex ante **immer unbekannt**.

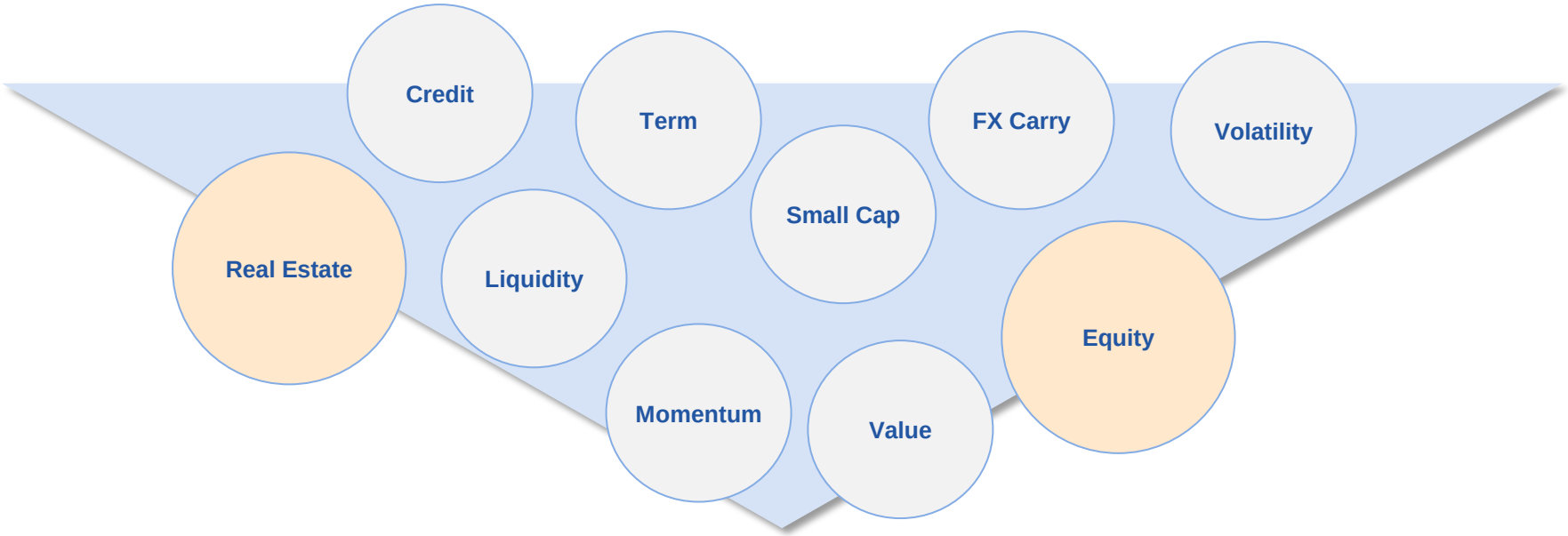
- **Schätzmethoden**
  - Historische Betrachtung
  - Befragung von Experten (Portfolio Manager, CFOs etc.)
  - Berechnung anhand eines Modells

- **Nicht jedes Risiko** verspricht eine **Prämie**
  - Konzentrationsrisiken
  - Umsetzungsrisiken
  - …

© PPCmetrics AG

Einführung Risikoprämien

Keine eindeutige Definition

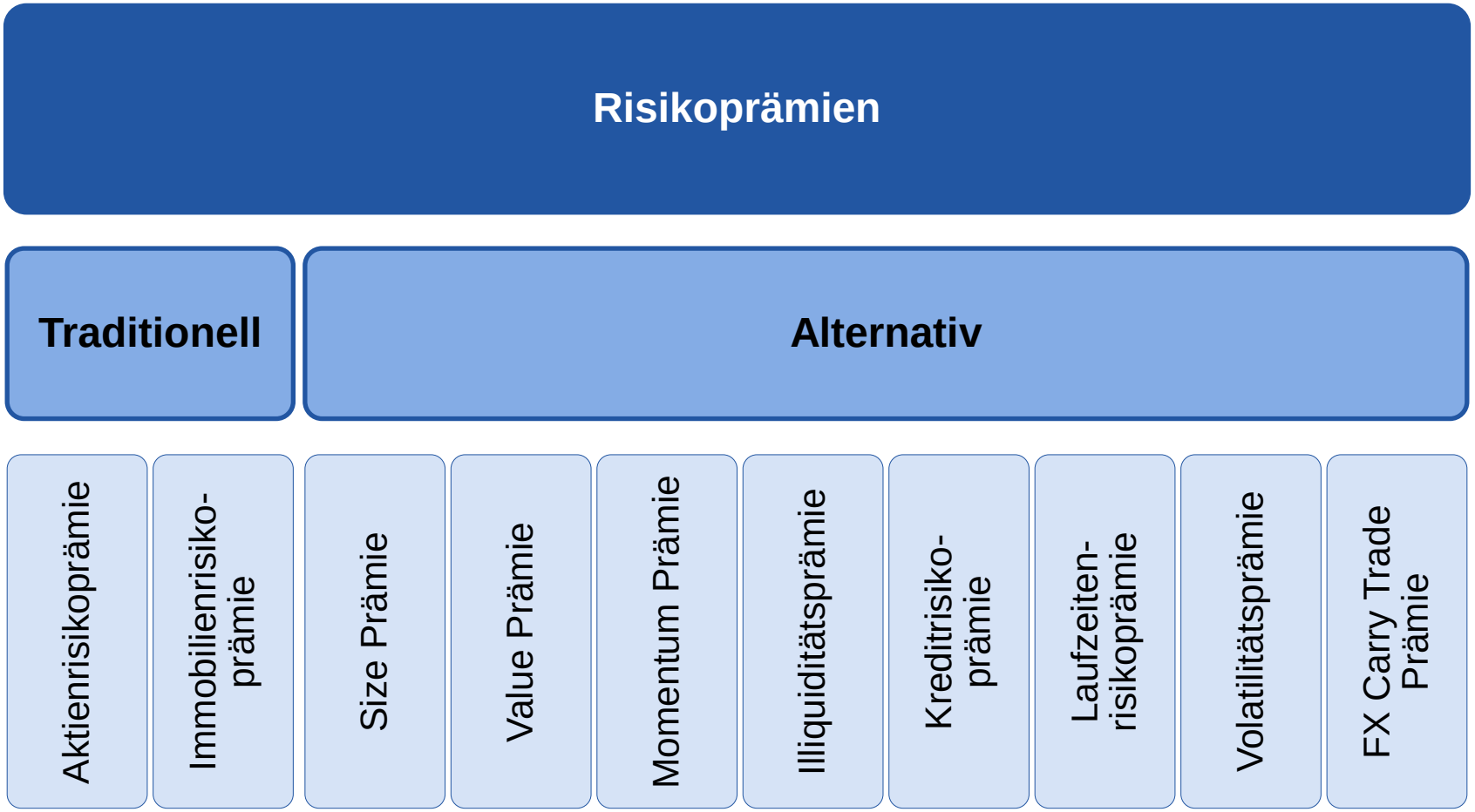


Erwartete Rendite	=	Risikoloser Zinssatz	+	Exposure	x	Rendite Risikoprämie

- Begriffe in der Praxis **nicht immer eindeutig definiert**
- MSCI unterscheidet bspw. **Strategie- und Stilrisikoprämien** («Smart Beta» oft mit Exposure zu mehreren Risikofaktoren)

Einführung Risikoprämien

Klassifikation



In Anlehnung an **Ang, A. et al. (2009):** Evaluation of Active Management of the Norwegian GPFG, Norway: Ministry of Finance.

Alternative Risikoprämien

Fokus Aktien und Liquidität

Prämie	Beschreibung
Size Banz (1981)	Zusatzrendite, welche durch eine Investition in **kleinkapitalisierte Aktien («Small Caps»)** gegenüber grosskapitalisierten Aktien («Large Caps») erwirtschaftet wird.
Value Fama und French (1993)	Zusatzrendite, die durch eine Investition in «**Value» Aktien (d.h. Aktien mit hohem Buchwert/Marktwert-Verhältnis)** gegenüber «Growth» Aktien (d.h. Aktien mit tiefem Buchwert/Marktwert-Verhältnis) erwirtschaftet wird.
Momentum Jagadesh und Titman (1993)	Zusatzrendite, welche durch eine Investition in **Aktien, die in den vergangenen Monaten relativ gesehen zu den Gewinnern** gehört haben, gegenüber Aktien, welche in den vergangenen Monaten relativ gesehen zu den Verlierern gehört haben, erwirtschaftet wird.
Illiquidität Amihud und Mendelson (1986)	Zusatzrendite, die durch eine Investition in **weniger aktiv gehandelte Anlagen** im Vergleich zu aktiver gehandelten Anlagen erwirtschaftet wird. Man spricht deshalb auch von einer Illiquiditätsprämie.

- Nicht alle beobachteten Risikoprämien sind **ökonomisch sinnvoll erklärbar** (Anomalien, die verschwinden?).

© PPCmetrics AG

Alternative Risikoprämien

Übrige Anlagekategorien

Prämie	Beschreibung
Kredit Merton (1974)	Zusatzrendite, welche durch das Halten von **Obligationen mit Kreditrisiko** relativ zu risikolosen Obligationen erwirtschaftet wird.
Laufzeiten Hicks (1946) Culbertson (1957)	Zusatzrendite, die durch eine Investition in **langfristige Obligationen** gegenüber dem Halten von kurzfristigen Obligationen erwirtschaftet wird.
Volatilität Coval und Shumway (2001)	Zusatzrendite, die durch das Übernehmen von **hoher ökonomischer Unsicherheit («fat tails»)** erwirtschaftet wird.
FX Carry Jurek (2007)	Zusatzrendite, welche durch eine **Investition in Währungen mit hohen Zinssätzen** im Vergleich mit Währungen mit tiefen Zinssätzen erwirtschaftet wird.

- Die Laufzeitenprämie wird zurzeit **kontrovers diskutiert**.
- Die Renditeverteilung bei **Volatilität** und **FX Carry** war stark linksschief. Das heisst, das Auszahlungsmuster entspricht dem eines **Versicherungsgebers** («konstantes Verdienen bis Versicherungssumme ausbezahlt werden muss»).

© PPCmetrics AG

Welche Risikoprämien dürfen erwartet werden?

Aktien

- Empirische Ergebnisse seit 1900*:
  - **Aktien Welt 3.2% p.a.**
    - Relativ zu langfristigen Anleihen
    - Korrigiert um Survivorship Bias
  - Perioden von 20 Jahren mit negativen realen Renditen bei Aktien Welt (über 50 Jahre bei DE, FR und JP)
  - Zusammenbruch einzelner Märkte (Russland, China)

- Weitere Risikoprämien **werden gesucht**!

* **Dimson, E. et al (2015):** in Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook, London Business School.
Dimson, E. et al (2006): The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle, London Business School.

Was verbirgt sich hinter Anlageklassen?

Beispiel: Senior Secured Loans

Senior Secured Loans sind Kredite an Non-Investment Grade Unternehmen. SSL werden nicht an einer Börse gehandelt. «Senior» bezeichnet die Vorrangigkeit im Falle eines Konkurses.

- Faktorexposition:
  - **Illiquidität**
    Sekundärmarkt zwar vorhanden, zunehmendes Volumen
  - **Kredit**
    Hohe Credit Duration (→ implizites Aktienrisiko)
  - **Evtl. Volatilität**
    Abhängigkeit vom makroökonomischen Umfeld

Was verbirgt sich hinter Anlageklassen?

Beispiel: High Yield Bonds

High Yield Bonds sind Non-Investment Unternehmensanleihen (meist mit einem BB- oder B Rating). Teilweise werden auch Staatsanleihen dazugezählt.

- Faktorexposition:
  - **Kredit**
    Hohe Credit Duration und Überschneidung zu Aktienportfolio
  - **Laufzeiten**
    Kürzere Laufzeiten als Investment Grade
  - **Illiquidität**
    Insbesondere in Krisensituationen

Was verbirgt sich hinter Anlageklassen?

Beispiel: Insurance Linked Securities

Insurance Linked Securities sind Wertschriften, die Versicherungsrisiken (Erdbeben, Windstürme, Lebensversicherungen etc.) beinhalten. Versicherungen lagern damit Risiken aus.

- Faktorexposition:
  - **Volatilität**
    Versicherte Ereignisse
    Abhängigkeit von Risikoaversion der Anleger (flight-to-quality)
  - **Illiquidität**
    Vermehrt Direktkontrakte ohne organisierten Handel (FIC)
  - **Kredit**
    Je nach Umsetzungsform

© PPCmetrics AG

Was verbirgt sich hinter Anlageklassen?

Beispiel: Infrastrukturanlagen

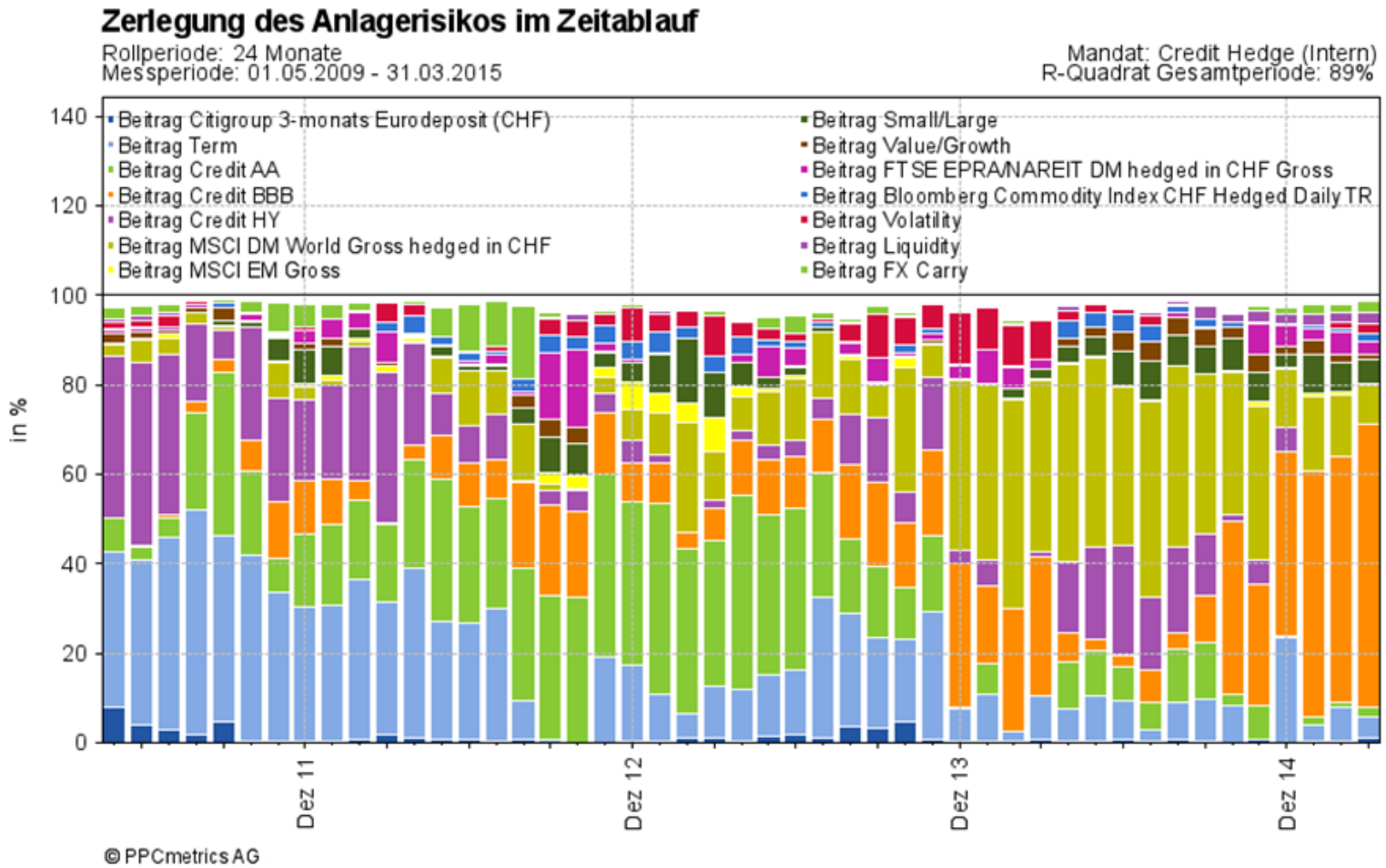
Infrastrukturanlagen sind Investitionen (Eigenkapital oder Fremdkapital) in öffentliche Güter, welche Versorgungs-charakter für die Gesellschaft aufweisen.

- Faktorexposition:
  - **Illiquidität**
    Private Equity Charakter
  - **Politische Risiken** (Volatilität)
    Anpassung von Gesetzen/Regulierung
  - **Aktien- und Immobilienrisiken**
    Eigenschaften vergleichbar (unter Berücksichtigung Liquidität)

Was verbirgt sich hinter Anlageklassen?

Faktorexposition kann über die Zeit variieren

- Volatilitätszerlegung Fixed Income Hedge Funds



Anlagestrategie

Wichtige Kriterien bei der Portfoliokonstruktion

- Vor der Integration eines neuen Risikofaktors in die Anlagestrategie sollten folgende Kriterien geprüft werden:
  - **Ausmass des Risikos** (relativ zu Verpflichtungen)?
  - **Erwartete Prämie?**
  - **Überschneidungen zum Restportfolio?**
  - **Aufwand zur Erschliessung?**
  - **Umschichtungskosten?**

- Eine optimale Anlagestrategie ist unter anderem abhängig von
  - Verpflichtungen
  - **Vermögensgrösse**
  - Vorhandenen (personellen) Ressourcen

Fazit

- Nicht für jedes Risiko darf eine Prämie erwartet werden.
- Höhe der Risikoprämie ist ex ante **immer unbekannt**.
- Es existiert nur eine **geringe Anzahl** an Risikoprämien.
  - Empirische Fundierung?
  - Ökonomische Logik?
- Analyse der Faktorexposition bei **Portfoliokonstruktion** zentral
  - Faktorexposition neuer Anlagekategorien?
  - Bereits im Portfolio vorhanden?
  - Aufwand zur Erschliessung der Risikoprämie?
- Wichtigste Risikoprämien werden durch einfache **«balanced portfolios»** mit Anleihen, Aktien und Immobilien erschlossen.

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

Die PPCmetrics AG (www.ppcmetrics.ch) ist ein führendes Schweizer Beratungsunternehmen für institutionelle Investoren und private Anleger im Bereich Investment Consulting. Die PPCmetrics AG berät ihre Kunden bei der Anlage ihres Vermögens in Bezug auf die Definition der Anlagestrategie (Asset Liability Management) und deren Umsetzung durch Anlageorganisation, Asset Allocation und Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection). Zudem unterstützt die PPCmetrics AG über 100 Vorsorgeeinrichtungen (Pensionskassen, Versorgungswerke etc.), gemeinnützige Stiftungen und Family Offices / UHNWI bei der Überwachung der Anlagetätigkeit (Investment Controlling), bietet qualitativ hochwertige Dienstleistungen im aktuariellen Bereich (Actuarial Consulting) und ist als Pensionskassen-Expertin tätig.

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**