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

Research Paper Nr. 3 / 2015

Strukturierung von Aktienanlagen

Das in der Kapitalmarkttheorie begründete Marktportfolio beinhaltet alle riskanten Anlagen proportional zum Marktwert und weist theoretisch das beste Rendite-/Risikoverhältnis aller Portfolios auf. Da das Marktportfolio in der Praxis nicht existiert, wird es durch einen Index, der kotierte Wertschriften enthält, approximiert. Der vorliegende Artikel zeigt auf, wie sich das Marktportfolio für die Anlagekategorie Aktien zusammensetzt, und untersucht die typischen Abweichungen von Aktienportfolios von Schweizer Pensionskassen. Dabei wird deutlich, dass Letztere Aktien Schweiz stark übergewichten und Small Caps sowie Emerging Markets meist nicht oder zu wenig miteinbeziehen. Eine derartige strukturelle Abweichung sollte entweder klar begründet oder reduziert werden.

Die PPCmetrics AG (www.ppcmetrics.ch) ist ein führendes Schweizer Beratungsunternehmen für institutionelle Investoren (Pensionskassen, etc.) 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 und Liability Management) und deren Umsetzung durch Anlageorganisation, Asset Allokation und Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection). Zudem unterstützt die PPCmetrics AG über 100 Vorsorgeeinrichtungen und Family Offices bei der Überwachung der Anlagetätigkeit (Investment Controlling), bietet qualitativ hochwertige Dienstleistungen im aktuariellen Bereich (Actuarial Consulting) und ist als Pensionskassen-Experte tätig.

1. Einleitung

Die Strukturierung von Aktienanlagen steht im Zentrum des vorliegenden Research Papers. Die theoretische und praktische Analyse des sogenannten Marktportfolios in einem ersten Teil der Studie schafft die Grundlagen für eine weitergehende Untersuchung im zweiten Teil. Insbesondere werden dabei Probleme untersucht, die bei der praktischen Umsetzung auftreten, bevor in einem letzten Teil Differenzen zu Allokationen von Schweizer Pensionskassen analysiert werden.

2. Das Marktportfolio

In diesem Abschnitt wird zunächst aus theoretischer Sicht erläutert, weshalb ein marktwertgewichtetes Portfolio ex-ante die beste Allokation darstellt, d.h. eine Zusammensetzung, welche dem Investor die höchste Entschädigung für das eingegangene Risiko bietet. Anschliessend wird die Umsetzung des Marktportfolios in der Praxis beschrieben, gefolgt von einer kurzen Erläuterung der Abweichungen vom Marktportfolio auf zwei Ebenen.

2.1. Theoretische Begründung

Die theoretische Grundlage, weshalb das Marktportfolio ein sinnvolles Portfolio darstellt, schafft die Moderne Portfolio Theorie (MPT), mitbegründet und massgeblich geprägt durch die beiden Nobelpreisträger Harry Markowitz und William Sharpe in den 1950er und 1960er Jahren. Das Kernstück der MPT bildet das sogenannte Capital Asset Pricing Modell (CAPM), welches von Sharpe (1964), Lintner (1965) und Mossin (1965) entwickelt wurde.

Das CAPM ist ein theoretisches Gleichgewichtsmodell zur Bewertung von Wertschriften. In diesem Modell stehen den Investoren alle risikobehafteten sowie eine risikolose Anlage zur Verfügung. Auf Basis verschiedener Annahmen[1] folgt der Schluss, dass das Marktportfolio das einzig effiziente Portfolio sei. Mit Ausnahme der risikolosen Anlage sind alle riskanten Anlagen im Verhältnis zu ihren Marktwerten darin enthalten. Durch unterschiedlich hohe Investitionen in die risikolose Anlage können individuelle Rendite-/Risikopräferenzen der Investoren implementiert werden. So kann ein risikoscheuer Investor einen Grossteil seines Vermögens in die risikolose Anlage investieren und nur einen kleinen Teil in das Marktportfolio. Für einen sehr risikofreu-

[1] Unter anderem wird im CAPM angenommen, dass alle Investoren dieselben Erwartungen hinsichtlich Rendite und Risiko aller Anlagen haben und das Portfolio der risikobehafteten Anlagen so zusammenstellen, dass dieses ein optimales Risiko-/Renditeprofil aufweist.

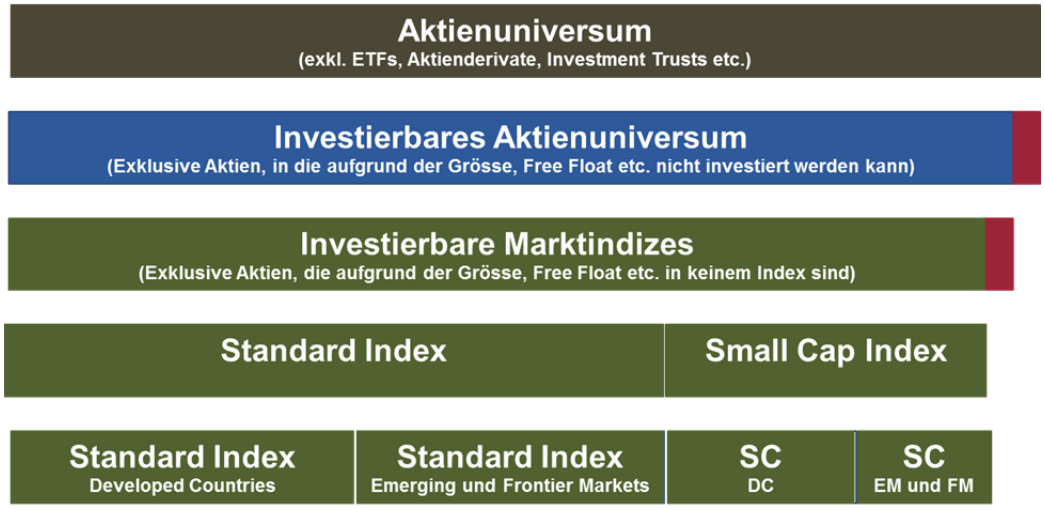
digen Investor besteht hingegen die Möglichkeit, zusätzliches Geld zum risikolosen Zinssatz aufzunehmen und dieses in das Marktportfolio zu investieren (Leverage).

2.2. Praktische Umsetzung

Wie erwähnt, beinhaltet das Marktportfolio grundsätzlich alle risikobehafteten Anlagen gewichtet nach ihren Marktwerten. Dies bedeutet, dass neben gehandelten Anlagen wie Obligationen, Immobilien und nicht redundanten Alternativen Anlagen (z.B. Commodities) auch nicht gehandelte Anlagen wie z.B. Humankapital oder Kunstgegenstände im Marktportfolio enthalten sein sollten. Da das Marktportfolio so nicht umsetzbar ist, wird es in der Praxis üblicherweise durch einen marktgewichteten Index börsengehandelter Anlagen approximiert. In der vorliegenden Studie beschränken wir uns auf Aktienanlagen, für die das Marktportfolio mittels eines Aktienindex modelliert wird.

Die beste Approximation des Marktportfolio-Aktienanteils ist ein globaler Index, der möglichst alle kotierten Aktien enthält. Das Marktportfolio für Aktien kann sich aus verschiedenen Aktiensegmenten zusammensetzen. Im folgenden Beispiel approximieren wir das Marktportfolio für Aktien anhand von MSCI Indizes. Dieses besteht aus Large und Mid Caps sowie Small Caps entwickelter Länder und aus Aktien aller Grössenklassen von Emerging und Frontier Markets (vgl. Abbildung 1).

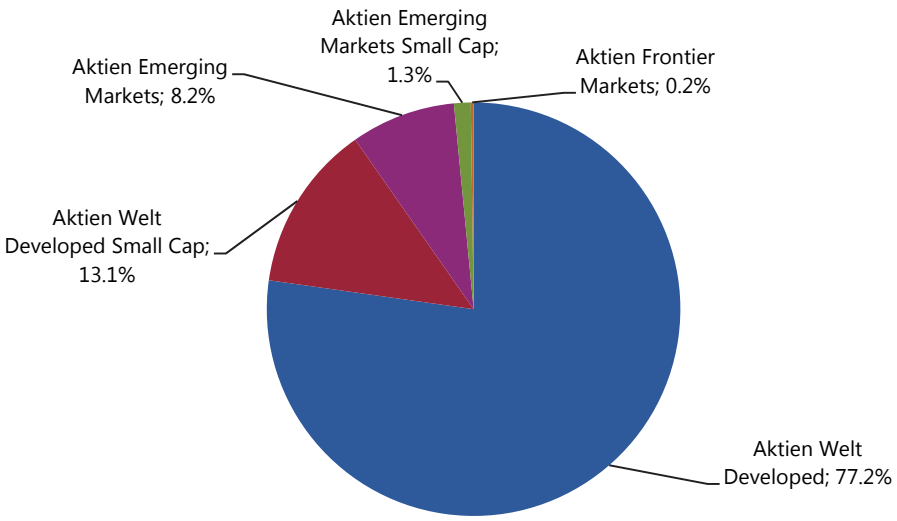
Abbildung 1: Unterteilung des Aktienmarktes



Quelle: Eigene Darstellung basierend auf der Unterteilung des Aktienmarktes gemäss MSCI

Abbildung 2 zeigt eine marktwertgewichtete Aufteilung des MSCI Global Investable Market Index nach diesen Marktsegmenten. Wie sollte ein Portfolio von Schweizer Pensionskassen aussehen, wenn dieses eine Aktienquote von 30% aufweist? Basierend auf der Marktkapitalisierung sollten Schweizer Pensionskassen rund 23% in Aktien Welt Large und Mid Cap, rund 4% in Aktien Welt Small Cap und 3% in Emerging Markets (All Cap) investieren. Der Anteil an Frontier Markets ist vernachlässigbar. Schweizer Aktien machen dabei rund 3% des Gesamtmarktes aus (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 2: Marktwertgewichtete Aufteilung nach Aktiensegmenten



Quelle: MSCI, eigene Berechnung per 30. August 2015

2.3. Aktive Abweichung vom Marktportfolio

In der Praxis wird eine Abweichung von den Marktgewichten oft damit begründet, dass die Preise am Markt nicht immer eine risikogerechte Rendite implizieren. Eine solche Abweichung kann auf zwei unterschiedlichen Ebenen auftreten. Von einer strukturellen Abweichung spricht man, wenn auf der ersten, höheren Ebene von den Marktgewichten der einzelnen Aktiensegmente im Vergleich zum Marktportfolio abgewichen wird (vgl. Abbildung 2). Beispielsweise werden bei einer strategischen Anlagestrategie Small Caps nicht berücksichtigt.

Auf der zweiten, tieferen Ebene kann von der Marktgewichtung innerhalb der Aktiensegmente mittels Über- und Untergewichtung einzelner Wertschriften abgewichen werden. Dies

geschieht durch aktive oder semi-aktive Ansätze. Während die zweite Ebene, d.h. aktives vs. passives Management, bereits ausgiebig in der Literatur sowie in der Praxis diskutiert wurde, haben sich bisher wenige mit der ersten, strukturellen Ebene beschäftigt.

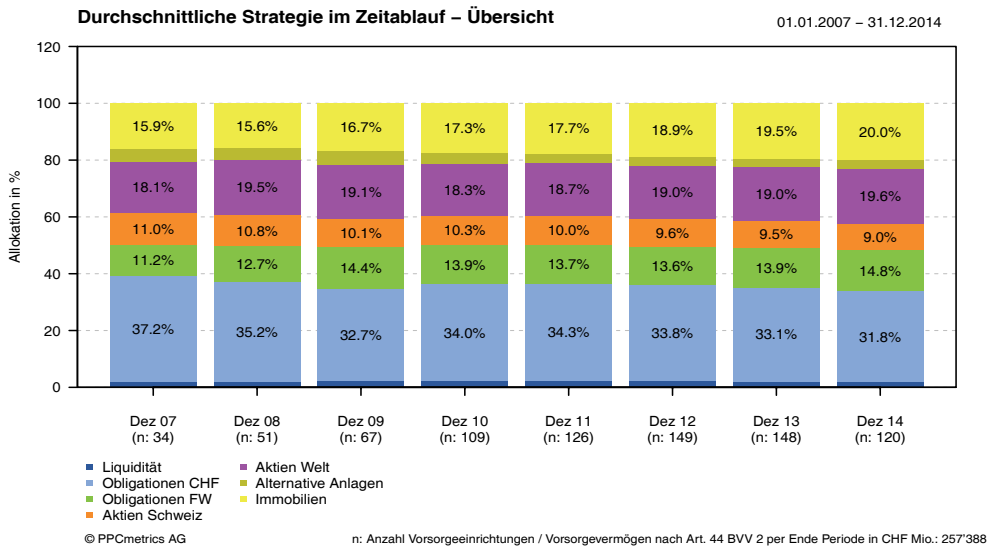
3. Strukturelle Abweichungen in der Praxis

Im Folgenden wird untersucht, welche typischen strukturellen Abweichungen Portfolios von Schweizer Pensionskassen gegenüber dem globalen Marktportfolio aufweisen. Dabei stellt sich heraus, dass häufig Home, Size und regionale Biases vorliegen. Die folgenden Abschnitte werden näher darauf eingehen.

3.1. Typisches Aktienportfolio einer Schweizer Pensionskasse

Abbildung 3 veranschaulicht die Asset Allokation von Schweizer Pensionskassen auf Basis der PPCmetrics Datenbank über die letzten Jahre. Diese haben per Ende 2014 im Schnitt rund 30% ihres Aktienportfolios in Schweizer und 70% des Aktienportfolios in globale Aktien investiert.

Abbildung 3: Allokation durchschnittliche Schweizer Pensionskasse (PPCmetrics Kundenstamm)



Quelle: Eigene Berechnung

Als Anlageuniversum (Benchmark) für Schweizer Aktien haben die Schweizer Pensionskassen in der Regel den Swiss Performance Index (SPI) definiert. Für die globalen Aktien wird meist der MSCI World ex. Switzerland, welcher Large und Mid Caps aus entwickelten Ländern enthält, verwendet. Diese Portfoliostruktur weicht wie folgt von einem rein kapitalisierungsgewichteten Portfolio ab:

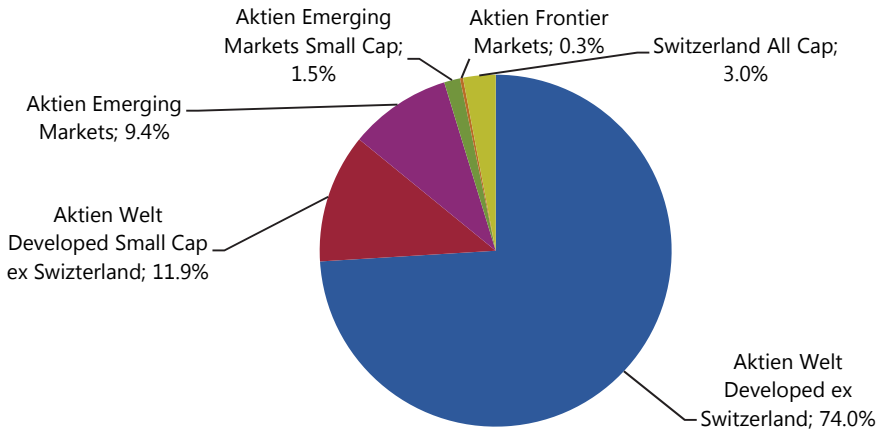
- Ein Anteil Aktien Schweiz von 30% zeigt einen deutlichen *Home Bias*.
- Im Bereich der globalen Aktien bringt das Fehlen von kleinkapitalisierten Unternehmen (Small Caps) einen *Size Bias* hin zu grosskapitalisierten Unternehmen (Large Cap Bias) mit sich.
- Verschiedene Pensionskassen investieren nicht in Emerging Markets und nur sehr wenige in Frontier Markets. Dies kann als *regionaler Bias* bezeichnet werden.

Im Folgenden wird analysiert, weshalb Schweizer Pensionskassen ihren Investitionsmarkt nicht breiter fassen und die oben beschriebenen Biases eingehen. Gibt es rationale Begründungen für dieses Verhalten? Ist die Schweiz etwa ein besonders attraktiver Anlagemarkt, womit sich ein Home Bias erklären liesse?

3.2. Home Bias

Aus Abbildung 4 wird ersichtlich, dass der kapitalisierungsgewichtete Anteil der Schweiz am gesamten Aktienuniversum rund 3% beträgt. Basierend auf unseren Daten (vgl. Abbildung 3) hält eine durchschnittliche Schweizer Pensionskasse jedoch rund 30% des Aktienportfolios in Schweizer Aktien. Somit ist der Anteil Aktien Schweiz bei Schweizer Pensionskassen rund zehnmal höher als im Marktportfolio.

Abbildung 4: Marktwertgewichtete Aufteilung nach Aktiensegmenten (Fokus CH)



Quelle: MSCI, eigene Berechnung per 30. August 2015

Das Auftreten eines Home Bias ist kein spezifisch schweizerisches Phänomen, sondern zeigt sich in den meisten Ländern, was durch verschiedene Forscher und Praktiker bereits erkannt wurde (z.B. French und Poterba (1991)). Abbildung 5 zeigt den Home Bias von verschiedenen Regionen bei Privatanlegern. Ein hoher Wert der Kennzahl „Equity Home Bias" steht für einen grossen Home Bias. So impliziert einerseits ein Equity Home Bias von 1, dass ausschliesslich einheimische Aktien gehalten werden. Ein Equity Home Bias von 0 bedeutet andererseits, dass einheimische Aktien im Verhältnis zu ihrem Anteil im Marktportfolio gehalten werden. Der Wert für die Schweiz beträgt 0.5 und liegt damit auf einem ähnlichen Niveau wie der vergleichsweise tiefe Home Bias anderer europäischer Staaten (Coeurdacier und Rey (2013)). Basierend auf den Daten gemäss Abbildung 3 kann zum Vergleich der Equity Home Bias für Schweizer Pensionskassen berechnet werden. 2014 lag dieser bei rund 0.29 und ist damit tiefer als der Equity Home Bias für Schweizer Privatanleger.

Abbildung 5: Home Bias in verschiedenen Weltregionen

Wie kann ein solcher Home Bias begründet werden? Die Literatur hat Steuern, Transaktionskosten, Informationsdefizite und Wechselkursrisiken als mögliche Gründe identifiziert (vgl. French und Poterba (1991) oder Tesar und Werner (1995)). Allenfalls kann auch eine überdurchschnittliche Performance die Attraktivität des heimischen Aktienmarkts erhöhen und dementsprechend zu einem Home Bias führen.

Steuern und Transaktionskosten werden bereits in der Literatur als keine letztendlich entscheidenden Gründe angesehen. Die Geld-Brief-Spannen sind in den meisten Aktienmärkten der entwickelten Länder kleiner als in der Schweiz. Zudem sind die Schweizer Pensionskassen in den meisten Ländern steuerbefreit. Das Informationsdefizit ist als Erklärungsgrund auch nur bedingt anwendbar, da institutionelle Anleger in der Schweiz die Verwaltung von Aktien Welt Mandaten meist an globale Vermögensverwalter delegieren. Im Gegensatz zu den Pensionskassen spielen Steuern, Transaktionskosten und Informationsdefizite bei Privatpersonen eine wichtige Rolle, wodurch sich der tiefere Equity Home Bias von Schweizer Vorsorgeeinrichtungen verglichen mit Schweizer Privatanlegern erklären lässt. Somit bleiben nur Wechselkursrisiken und die spezielle Attraktivität des Schweizer Marktes als mögliche Gründe für einen Home Bias

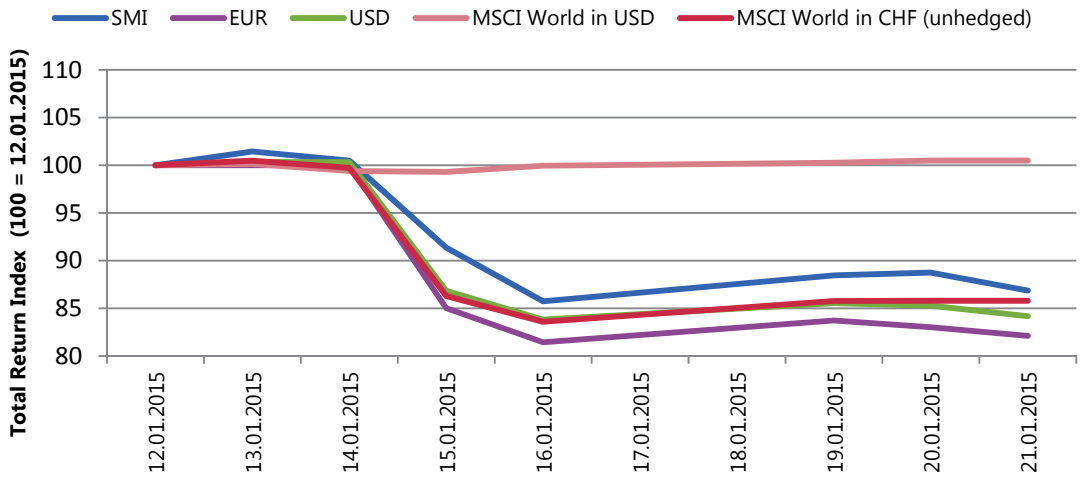
bei Schweizer Pensionskassen. Diese zwei Beweggründe werden in den folgenden Abschnitten kurz diskutiert.

Auf den ersten Blick weisen Schweizer Aktien kein sichtbares Wechselkursrisiko auf, da sie in Schweizer Franken kotiert sind. Das bedeutet aber im Umkehrschluss nicht, dass sie gar keine Währungsrisiken beinhalten. Grundsätzlich sind viele Schweizer Unternehmen international tätig. Dies ist vor allem bei SMI Unternehmen der Fall, welche wertmässig einen Grossteil des Schweizer Marktes ausmachen. Ihr Geschäftsgang und somit auch ihr Aktienkurs unterliegen dementsprechend Währungsrisiken.

Zudem entspricht das Land der Kotierung nicht unbedingt immer dem Heimatland. Novartis beispielsweise ist in Zürich und New York resp. in Schweizer Franken und US Dollar kotiert. Es ist somit nicht verständlich, weshalb die Novartis-Aktie in New York Währungsrisiken beinhalten sollte, während die gleiche Aktie in der Schweiz keine Währungsrisiken aufweist. Ein anderes extremes Beispiel ist Transocean, ein Hersteller von Bohrinseln, der seinen Geschäftssitz aus Steuergründen von den USA in die Schweiz verlagert hat, im Prinzip aber überhaupt nicht in der Schweiz tätig ist. Der Schweizer Franken ist lediglich die Notierungswährung für den Aktienkurs dieses Unternehmens.

Die Aufhebung des Mindestkurses durch die Schweizerische Nationalbank am 15. Januar 2015 verdeutlicht das Währungsrisiko von Schweizer Aktien. Abbildung 6 zeigt, dass die SMI-Investoren vom Wechselkursschock keineswegs verschont blieben. So verlor der SMI zwischen dem 14. Januar 2015 und dem 16. Januar 2015 über 14% und schnitt damit nur unwesentlich besser ab als der MSCI World in Schweizer Franken, der im gleichen Zeitraum etwas über 16% verlor. Mit einer währungsgesicherten Investition in den MSCI World in US Dollar hätte man in diesen zwei Tagen gar eine leicht positive Rendite erzielt.

Abbildung 6: Reaktion der Aktienpreise auf die Aufhebung des Euro-Mindestkurses



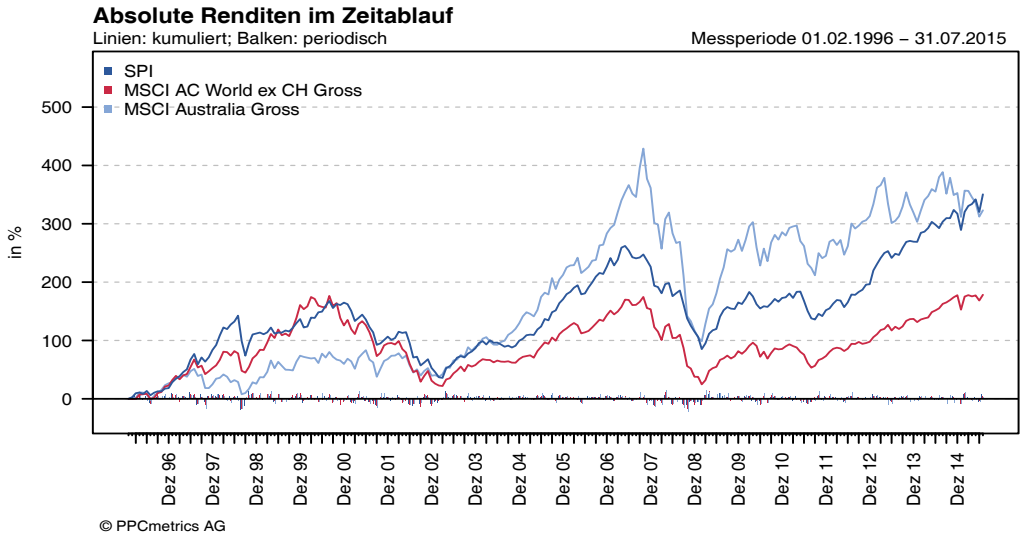
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Nichtsdestotrotz kann die primäre Kotierung einen wesentlichen Einfluss auf das Währungssicherungsverhalten des Unternehmens ausüben. Die Rechnungslegung erfolgt oftmals auch in der Währung der Kotierung, was dazu führt, dass das Unternehmen selbst seine Währungsrisiken in dieser Währung absichert. Bei ausländischen Anlagen besteht deshalb möglicherweise ein höheres Währungsrisiko, jedoch ist dessen Umfang meist nicht klar, wie das Beispiel Novartis zeigt.[2] Basierend auf dieser Argumentation scheint ein hoher Home Bias zur Vermeidung von Währungsrisiken nur teilweise gerechtfertigt.

Als weiterer möglicher Grund wird die historische Performance resp. die Attraktivität des Schweizer Marktes aufgeführt. Abbildung 7 zeigt, dass in den letzten Jahren die historische Entwicklung des Schweizer Aktienmarkts in der Tat ausserordentlich gut war. Jedoch wäre beispielsweise der australische Aktienmarkt etwa gleich attraktiv gewesen. Wenn zudem Daten seit 1900 miteinbezogen werden, wäre der australische oder der südafrikanische Aktienmarkt gar doppelt so stark an Wert gewachsen wie der schweizerische Aktienmarkt (Dimson, Marsh und Staunten (2015)).

[2] Interessant ist am Beispiel von Novartis auch, dass die Rechnungslegung primär in USD kommuniziert wird.

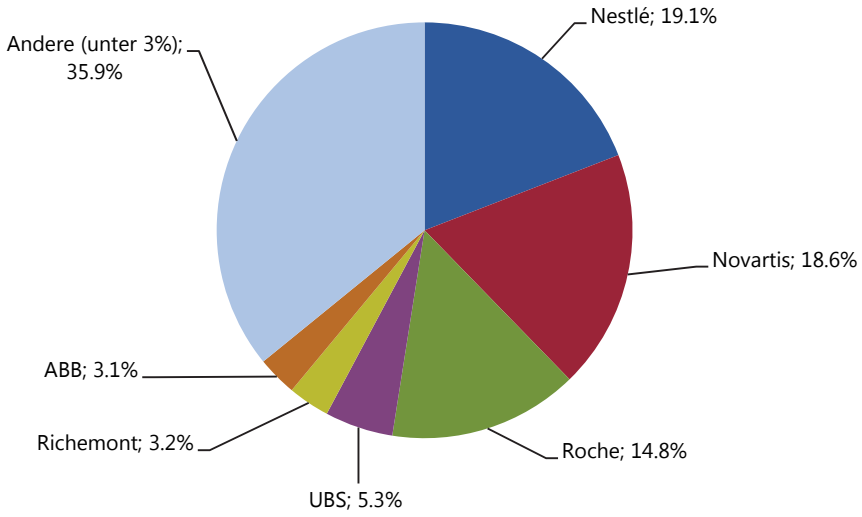
Abbildung 7: Performance des Schweizer Aktienmarktes



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Die positive Entwicklung des Schweizer Aktienmarkts lässt somit keine Systematik erkennen, sondern ist eher als historischer Glücksfall zu betrachten. Es existiert keine ökonomische Erklärung, weshalb sich der Schweizer Aktienmarkt grundsätzlich besser entwickeln soll als der globale Aktienmarkt. Zudem weist der Schweizer Aktienmarkt hohe Klumpenrisiken auf. Die drei grössten Positionen (Nestlé, Novartis und Roche) bestimmen rund 50% des SPI und damit auch massgeblich dessen Performance, was zusätzlich für den Faktor Glück spricht (vgl. Abbildung 8).

Abbildung 8: Grösste Firmen im SPI

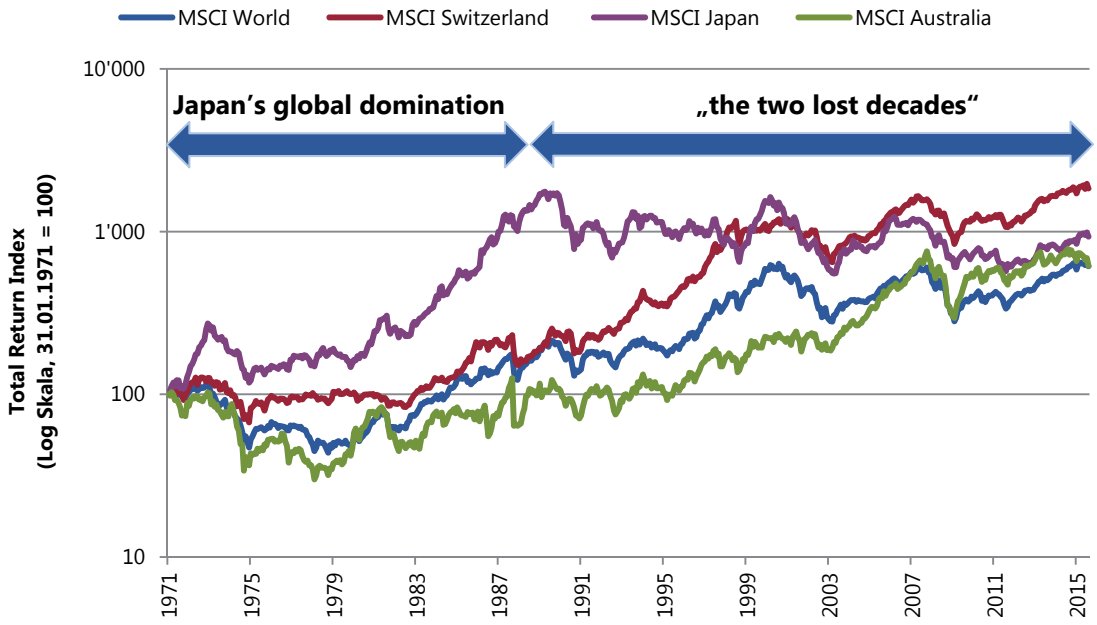


Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Obwohl eine erhöhte Allokation in Schweizer Aktien im Nachhinein gesehen besser war, ist es fraglich, ob dies auch für die Zukunft gilt. Laut einigen Autoren führt der Home Bias zu einer fehlenden internationalen Diversifizierung und damit zu einem schlechteren erwarteten Rendite-/Risikoprofil (z.B. French und Poterba (1991)). Die vermehrte Internationalisierung der Unternehmen infolge der Globalisierung führt jedoch tendenziell dazu, dass die Kosten dieser fehlenden Diversifikation laufend abnehmen.

Somit gibt es aus ökonomischer Sicht keine stichhaltigen Argumente, die für einen ausgeprägten Home Bias sprechen, jedoch gibt es einige Argumente gegen einen Home Bias. Wie erwähnt, stellte ein starker Home Bias für die Schweizer Pensionskassen ex-post ein Glücksfall dar. Dies mag jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass eine starke Konzentration auf den heimischen Aktienmarkt auch sehr unvorteilhaft sein kann, wie der Fall Japan zeigt. Abbildung 9 vergleicht die Renditen des japanischen Aktienmarktes mit dem MSCI World. Bei einem ungünstigen Einstiegspunkt in japanische Aktien hätte man eine zwei Jahrzehnte lange Unterperformance gegenüber dem MSCI World hinnehmen müssen. So hätte man zwischen 1971 und 1989 mit japanischen Aktien eine Rendite von +16.3% pro Jahr erzielt (MSCI World +4.0%), wohingegen zwischen 1990 und 2014 die Rendite für japanische Aktien bei rund -2.5% pro Jahr lag (MSCI World +4.6%).

Abbildung 9: Japan's lost two decades



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Für eine Schweizer Pensionskasse ist der Home Bias nicht nur aus Anlagesicht eher unvorteilhaft, sondern insbesondere auch unter Miteinbezug der Verpflichtungen. Neben den Erträgen aus der Vermögensanlage bezieht eine Pensionskasse ihre Einkünfte aus den Beiträgen der Versicherten und der in der Schweiz tätigen Unternehmen. Das Prinzip der Diversifikation kann auch hier angewendet werden, d.h., eine tiefe Korrelation dieser beiden Einnahmequellen ist wünschenswert. Ein Home Bias in den Anlagen erhöht die Korrelation zwischen Beiträgen und Anlageerfolg. Falls sich die Schweizer Wirtschaft gegenüber dem Rest der Welt unterdurchschnittlich entwickelt, wird sich in der Erwartung auch der Schweizer Aktienmarkt schlechter entwickeln als der globale Aktienmarkt. Der Anlageertrag der weltweit diversifiziert investierten Kassen bleibt von der schlechten Entwicklung in der Schweiz beinahe unberührt. Kassen mit einem starken Home Bias leiden hingegen stärker unter dem Kursrückgang und müssen gegebenenfalls Sanierungsbeiträge erheben, um die Finanzierungslücken zu füllen. Aufgrund einer schlechten wirtschaftlichen Entwicklung in der Schweiz (z.B. hohe Arbeitslosigkeit und viele Firmenkonkurse) sind aber die Beitragszahler geschwächt und weniger bereit oder fähig, Beitragserhöhungen zu akzeptieren. Im umgekehrten Fall, falls sich die Schweizer Wirtschaft viel besser

entwickelt als die übrige Welt, schneiden weltweit diversifiziert investierte Kassen anlagetechnisch schlechter ab als Kassen mit einem Home Bias. In diesem Fall sind wenigstens die Beitragszahler (Arbeitnehmer und Arbeitgeber) gut aufgestellt und können allfällige Beitragserhöhungen akzeptieren.

3.3. Size Bias

Der Size Bias (Large Cap Bias) bezeichnet eine systematische Abweichung des Portfolios vom Gesamtmarkt bezüglich kleinkapitalisierten Unternehmen. Über 90% der Aktien Schweiz Mandate im PPCmetrics Controlling Universum verwenden den SPI als Benchmark. Dieser umfasst sämtliche an der Schweizer Börse primärkotierten Unternehmen, mit Ausnahme von Firmen, deren frei handelbarer Aktienteil (Free Float) weniger als 20% des Gesamtkapitals beträgt, sowie Investmentgesellschaften (um Doppelzählungen zu vermeiden). Entsprechend weisen die Aktien Schweiz Anlagen von Pensionskassen keinen Size Bias auf. Bei den globalen Aktien verwenden die meisten Pensionskassen jedoch den Standardindex MSCI World ex. Switzerland als Benchmark, der lediglich grosse und mittlere Unternehmen umfasst. Small Caps sind nicht Teil dieses Anlageuniversums. Im Vergleich zum Gesamtmarkt weist daher das globale Aktienportfolio der meisten Schweizer Pensionskassen einen Size Bias auf. Wie in Abbildung 2 ersichtlich, beträgt der Small Cap Anteil aktuell rund 12% des gesamten Aktienuniversums. Entsprechend sind Small Cap Aktien eine durchaus nicht zu vernachlässigende Kategorie.

Wie kann das Untergewicht von kleinkapitalisierten Unternehmen bei Schweizer Pensionskassen erklärt werden? Im Gegensatz zum Home Bias wurde dieser Sachverhalt weder in der Literatur noch in der Praxis untersucht.

Ursachen für den Size Bias sind in der (fehlenden) Umsetzungseffizienz sowie der historischen Entwicklung der Indizes zu finden. Hinsichtlich Effizienzüberlegungen der institutionellen Investoren spielt die Mandatsgrösse resp. deren Einfluss auf die Gesamtrendite eine wesentliche Rolle. Falls eine Pensionskasse 30% des Gesamtvermögens in Aktien investiert, sollten gemäss Marktkapitalisierung knapp 4% in Small Caps investiert werden. Eine Investition in Small Caps kann die Kosten stark erhöhen, insbesondere für Investoren mit einer tieferen Aktienquote oder generell für kleinere Investoren. Aus einer Kosten-/Nutzensicht kann ein Weglassen des Small Cap Segments sinnvoll sein. Der Size Bias ist jedoch vielfach auch bei grösseren Kassen zu beobachten, wo das Kostenargument bei der Umsetzung von geringerer Relevanz ist.

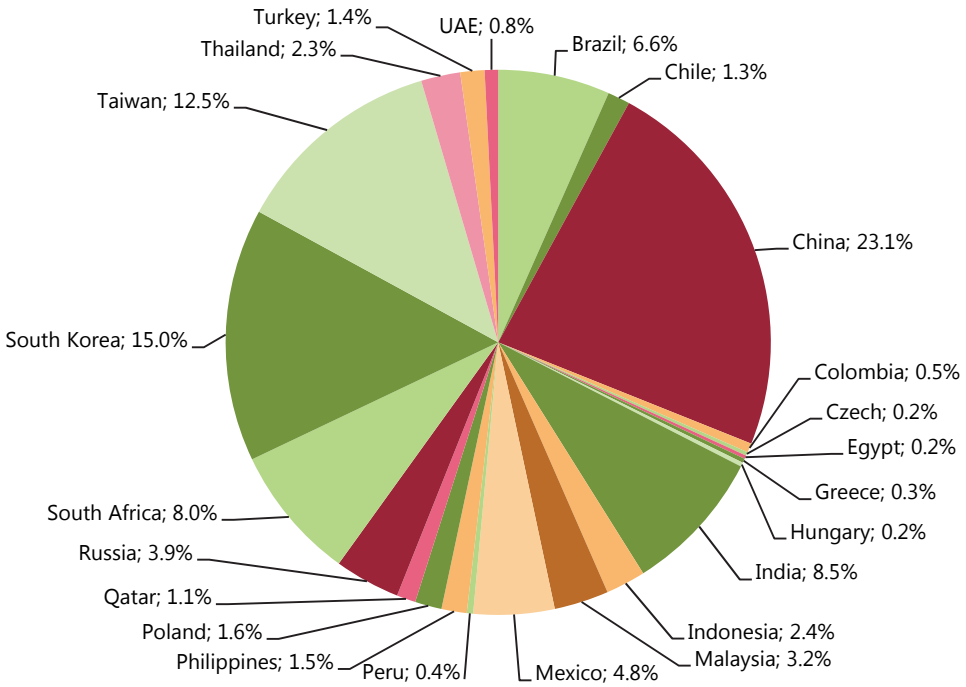
Der zweite mögliche Grund liegt in der historischen Zusammensetzung der Indizes. Der Anteil an kleinkapitalisierten Aktien war in vielen Indizes historisch betrachtet gering. Im Jahr 2000 lag der Anteil an Small Caps in den MSCI Indizes unter 2%. Bevor im November 2007 im Rahmen einer grossen Indexanpassung über 2'000 Titel zusätzlich aufgenommen wurden, lag der Anteil der Small Caps weiterhin bei lediglich 5%. Hinzu kommt, dass das Angebot an globalen Small Cap Produkten lange Zeit sehr limitiert war. Für Schweizer Pensionskassen passende passive Produkte existieren sogar erst seit sehr kurzer Zeit. In diesem Sinne kann der Size Bias von Schweizer Pensionskassen teilweise historisch begründet werden.

3.4. Regionaler Bias

Wie in Abbildung 2 ersichtlich, beträgt der Anteil der Emerging Markets an den weltweit börsenkotierten Firmen gegenwärtig rund 11%. Der Anteil der Frontier Markets ist mit 0.3% sehr gering. Das Weglassen der Frontier Markets ist offensichtlich begründbar mit deren geringen Bedeutung im Vergleich zum Gesamtmarkt und den damit verbundenen hohen Umsetzungsrisiken. Für die Emerging Markets hingegen gilt diese Aussage nicht. Ein möglicher Grund ist, dass Emerging Markets hohe Risiken (z.B. politische Risiken) beinhalten. Dieser Befund erfordert eine genauere Betrachtung des Anlageuniversums.

Bei der Analyse der Länderallokation in Abbildung 10 fällt auf, dass es sich um eine sehr heterogene Gruppe von Ländern handelt. Südkorea und Taiwan etwa befinden sich auf einem sehr ähnlichen Wohlstandsniveau wie entwickelte Volkswirtschaften, während andere Länder diesbezüglich noch deutlich zurückliegen. Auch hinsichtlich politischer Rechte und ziviler Freiheiten bestehen grosse Unterschiede innerhalb der Emerging Markets. Der Freedom House Report klassifiziert jährlich Staaten nach der Ausprägung der politischen Rechte und zivilen Freiheiten der Bevölkerung. Eingeteilt werden die Staaten in „freie Staaten“, d.h. demokratische Rechtsstaaten, „teilweise freie Staaten“, d.h. Staaten, die an der Schwelle zum demokratischen Rechtsstaat stehen, und in „unfreie Staaten“, d.h. Staaten mit hohen demokratischen und rechtsstaatlichen Defiziten.

Abbildung 10: Ländergewichtungen im MSCI Emerging Market Index



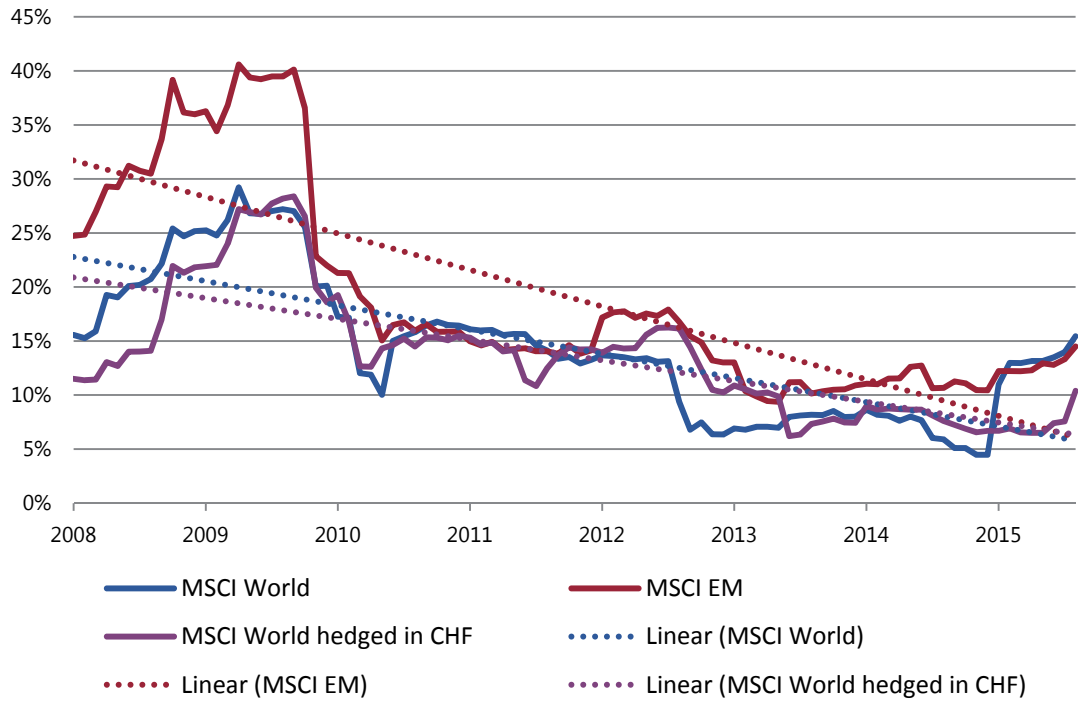
Quelle: Bloomberg, MSCI per 30. August 2015, Freedom House Report 2014

Kapitalisierungsgewichtet resultiert für den Emerging Market Index die folgende Einteilung (vgl. Abbildung 9):

- 55% der Länder sind *freie Staaten* (Grüntöne)
- 14% der Länder sind *teilweise freie Staaten* (Orangetöne)
- 31% der Länder sind *unfreie Staaten* (Rottöne)

Länder mit hohen politischen Risiken machen knapp einen Drittel der Marktkapitalisierung von Emerging Markets aus und sind somit klar in der Minderheit. Zudem gibt es Länder, die erst seit Kurzem als freie Staaten klassifiziert sind, oder andere Länder, die früher als freie Staaten galten und mittlerweile als unfreie Staaten klassifiziert sind (z.B. Thailand). Obwohl Länder mit tiefen politischen Risiken weltweit gesehen in der Mehrheit sind, ist die weitere Entwicklung dieser Länder ebenso mit einer gewissen Unsicherheit verbunden. Dies allein reicht jedoch noch nicht aus, um den regionalen Bias zu erklären. Aus diesem Grund wird im folgenden Abschnitt zusätzlich das finanzielle Risiko von Investitionen in Emerging Markets analysiert.

Abbildung 11: Rollierende Volatilität des MSCI World (hedged und unhedged) und MSCI EM in CHF



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Abbildung 11 zeigt die rollierende jährliche Volatilität des MSCI World (hedged und unhedged) sowie des MSCI EM in Schweizer Franken. Daraus wird ersichtlich, dass die Aktien der Emerging Markets historisch um einiges volatiler waren als Aktien der entwickelten Staaten. Auch wenn das höhere Risiko der Emerging Markets mit einer Zusatzrendite entschädigt wurde, kann ein Weglassen dieses Segments rational erscheinen. Grundsätzlich sollte jedoch der Entscheid in Bezug auf die Emerging Markets bewusst gefällt werden, denn jede Über-/Untergewichtung ist letztendlich eine aktive Wette gegenüber dem Marktportfolio. Bei einer sehr tiefen Aktienquote oder einer kleinen Pensionskasse wiederum könnte ein Weglassen der Emerging Markets zweckmässig sein, da die Umsetzungskosten bei sehr kleinen Volumen steigen. In diesem Sinne kann zumindest teilweise eine strukturelle Untergewichtung von Emerging Markets begründet werden. Anstelle einer separaten Betrachtung der Aktien Emerging Markets könnte der MSCI All Country Index anstelle des MSCI World Index als Anlageuniversum für Aktien Welt verwendet werden. Dieser enthält im Vergleich zum MSCI World zusätzlich Large und

Mid Caps aus Emerging Markets. Aufgrund des beschränkten Angebots an Produkten mit dieser Benchmark ist der MSCI All Country Index als Anlageuniversum für globale Aktien (noch) wenig verbreitet.

4. Fazit

Das vorliegende Research Paper hat die Struktur des globalen Marktportfolios für Aktien aufgezeigt und verschiedene typische Abweichungen der Aktienportfolios von Schweizer Pensionskassen analysiert. In der Theorie erhält man die höchste Rendite für das eingegangene Risiko, indem man das Marktportfolio mit allen riskanten Anlagen im Verhältnis zur Marktbewertung kauft. Da dies in der Praxis nicht umsetzbar ist, wird das Marktportfolio für Aktien meist mit einem globalen Aktienindex approximiert. Um so nah wie möglich an das theoretische Marktportfolio heranzukommen, sollte ein möglichst breiter Index gewählt werden.

Bei der Analyse von Aktienportfolios Schweizer Pensionskassen zeigt sich, dass diese Schweizer Aktien im Vergleich zum weltweiten Aktienmarkt stark übergewichten (Home Bias) und das Segment der Small Caps sowie Aktien Emerging Markets vielfach ganz weglassen (Size Bias resp. regionaler Bias). Diese systematischen Abweichungen vom Marktportfolio sind vielfach weder rational begründbar noch eine bewusste aktive Positionierung gegenüber dem Marktportfolio. Eine stärkere Orientierung am Marktportfolio sollte deshalb in Betracht gezogen werden.

5. Literatur

Ang, A., Goetzmann, W.N., Schaefer, S.M., 2009. Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund – Global. Working Paper.

Coeurdacier, N., Rey, H., 2011. Home Bias in Open Economy Financial Macroeconomics. NBER Working Paper.

Dimson, E., Marsh, P., Staunten, M., 2015. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2015. Credit Suisse.

French, K., Poterba, J., 1991. Investor Diversification and International Equity Markets. American Economic Review 81, S. 222-226.

Kandel, S., Stambaugh, R.F., 1987. On Correlations and Inferences about Mean-Variance Efficiency. Journal of Financial Economics 18, S. 61-90.

Lintner, J., 1965. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. The Review of Economics and Statistics 47, S. 13-37.

Markowitz, H., 1952. Portfolio Selection. Journal of Finance 7, S. 77-91.

Mossin, J., 1966. Equilibrium in a Capital Asset Market. Econometrics 34, S. 768-783.

Roll, R., 1977. A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests. Journal of Financial Economics 4, S. 129-176.

Ross, S.A., 1976. The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. Journal of Economic Theory 13, S. 341-360.

Sharpe, W.F., 1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. Journal of Finance 19, S. 425-442.

Tesar, L., Werner, I., 1995. Home Bias and High Turnover. Journal of International Money and Finance 14, S. 467-492.

Autoren

Dr. Dominique Ammann

Partner

Dozent an der Fachschule für Personalvorsorge

Dr. Diego Liechti

Senior Investment Consultant

Lehrbeauftragter der Universität Bern und Dozent am AZEK und an der Hochschule Luzern

Romano Gruber

Investment Consultant

PPCmetrics

Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research

PPCmetrics AG
Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

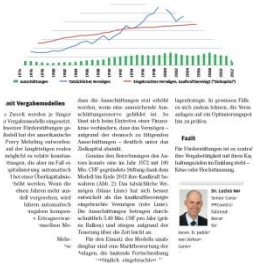
Telefon +41 44 204 31 11
Telefax +41 44 204 31 10
E-Mail ppcmetrics@ppcmetrics.ch

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 (Pensionskassen, etc.) 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 und Family Offices bei der Überwachung der Anlagetätigkeit (Investment Controlling), bietet qualitativ hochwertige Dienstleistungen im aktuariellen Bereich (Actuarial Consulting) und ist als Pensionskassen-Expertin tätig.



Publika-tionen

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Videos

Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.

Tagungen

Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.

Website

PPCmetrics AG Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**