

Aktiv anlegen: heiliger Gral oder heisse Luft?

Diversifikation richtig anwenden – Vorteile mit Frankenobligationen guter Qualität – Nicht passiv der Herde folgen – Wann ist aktives Investieren zu aktiv?

THOMAS HAUSER

Eine alte Börsenweisheit besagt, man solle nicht alle Eier in einen Korb legen. Viele Stimmen behaupten, in der gegenwärtigen Finanz- und Wirtschaftskrise seien alle Körbe gleichzeitig zu Boden gefallen. Die Diversifikation habe also kläglich versagt. Gefordert werden aktiveres Management, konzentriertere Portfolios, neue Anlagekonzepte sowie mehr Freiheiten für die Asset-Manager. Wird mit diesen Forderungen nicht der Bock zum Gärtner gemacht?

Auch ein halbes Jahrhundert nach den Arbeiten der Ökonomen Harry M. Markowitz und William F. Sharpe zur Portfoliotheorie wird diese von vielen Finanzalchemisten noch immer nicht verstanden. Äusserungen wie «Diversifikation hat versagt, weil man in der aktuellen Krise auch mit einem diversifizierten Portfolio Verluste erlitten hat» oder «Diversifikation rechnet sich nicht, weil das Risiko und damit auch die Rendite abnimmt» zeugen vom verbreiteten Unverständnis.

Portfoliorisiko minimieren

Die eigentlich triviale Erkenntnis von Markowitz war, dass es sich lohnt, das Risiko auf verschiedene Wertpapiere zu streuen, sofern sie sich nicht perfekt gleich entwickeln. Mit genügend breiter Streuung können die unternehmensspezifischen Risiken – man denke an Konzernschicksale wie Enron, Swissair, AIG oder auch UBS – eliminiert werden. Der Anleger trägt dann nur noch das allgemeine Aktienmarktrisiko, im Fachjargon systematisches Risiko genannt.

Weiteren Auftrieb erhielt dieser Diversifikationsgedanke durch die Arbeiten von Fama in den Siebzigerjahren. Weil liquide Märkte informationseffizient sind, sind Prognosen zu Einzeltiteln kaum möglich.

Folglich gibt es den richtigen Aktienwert nicht, es gibt nur die konsequente Diversifikation der Einzelrisiken.

Das führt zu zwei zentralen Erkenntnissen: Erstens ist es ein «Naturgesetz» der Finanzmärkte, dass mehr systematisches Risiko mehr erwarteten Ertrag bringt und umgekehrt. Obschon Gurus ihre scheinbare Prognosefähigkeit für mehr Ertrag bei geringeren Risiken anpreisen, ist die Diversifikation das einzige – und erst noch kostenlose – Mittel, das das Portfoliorisiko bis zu einem gewissen Grad senken kann, ohne dass die erwartete Rendite fällt. Jedoch trägt man, zweitens, selbst mit einem diversifizierten Aktienportfolio das allgemeine Marktrisiko. Folglich verspricht die Diversifikation nicht, dass keine Verluste möglich sind, sondern nur, dass das Schwankungsrisiko geringer ist als bei einem undiversifizierten Portfolio.

Dieses Versprechen der Diversifikation wurde entgegen allen Unkenrufen auch jetzt gehalten. So betrug beispielsweise in der Krise von Mitte 2007 bis Mitte 2009 das Schwankungsrisiko (Volatilität) der einzelnen SMI-Titel im Mittel 47%, der SMI als einigermaßen diversifiziertes Portfolio wies bloss eine knapp halb so grosse Volatilität von 23% auf.

Das Diversifikationskonzept lässt sich von den Aktien auf ein Gesamtportfolio von Anlagekategorien ausdehnen. Diesbezüglich wurden in dieser Krise viele Investoren masslos enttäuscht, denn Hedge Funds, Private Equity, Aktienanlagen in aufstrebenden Ländern (Emerging Markets) oder Anleihen minderer Qualität sind im Gleichschritt mit dem Aktienmarkt in die Tiefe gerauscht.

Hat die Diversifikation versagt? Nein. Wenn ein Anleger Instrumente kauft, die faktisch Aktienrisiken enthalten, kann er nicht erwarten, dass er damit die Risiken seines Aktienportfolios ausreichend diversifizieren kann. Für Schweizer Investo-

ren diversifizieren Frankenobligationen guter Qualität traditionellerweise besser als irgendwelche neuen Marketing-Anlagekategorien: Während ein Schweizer Stock Picker mit seinem Finanzwertportfolio bestehend aus UBS, Credit Suisse, Swiss Life und Swiss Re in der Krise 83% verloren hat, büsste ein breiteres Aktienportfolio rund 50% ein. Während sich ersteres Depot versechsfachen muss, um den Ausgangswert wieder zu erreichen, muss sich das diversifizierte Portfolio «nur» verdoppeln. Hätte er zudem die Hälfte in Schweizer Obligationen von hoher Qualität investiert, so wäre sein Verlust auf 20% begrenzt gewesen. Bei einem Obligationenanteil von drei Vierteln wäre der Verlust gar kleiner als 5% ausgefallen.

Der Ruf nach mehr Freiheit und mehr Aktivität der Asset-Manager mutet bizarr an, wenn sich viele sehr aktive Hedge Funds und Finanzinstitute sowohl mit ihrem Geld als auch mit jenem der Kunden massiv verspekuliert haben. Das ist, wie wenn man zur Bekämpfung von Raserunfällen die Tempolimiten aufheben möchte. Aktivismus per se bringt nichts, besonders wenn er auf kurzfristige Prognosen baut. Wer jedoch umgekehrt das Heil in einer rigorosen Passivierung respektive Indexierung der Anlagen sucht, übersieht, dass der Investor immer aktiv entscheiden und verantworten muss. Welche Anlagekategorien abdecken? Welche Aktienquote ist adäquat? Welcher Vergleichsindex soll repliziert werden?

Hinterfragen lohnt sich

Oft sind sich die Entscheidungsträger nicht aller Konsequenzen bewusst. Wer beispielsweise den Pictet BVG-40 passiv abbildet, heisst ein Viertel der Obligationenquote in Fremdwährungen und Anlagen in minderwertigen BBB-Anleihen gut. Das passive Abbilden des Weltaktienmark-

tes würde für den Schweizer Anleger bedeuten, rund die Hälfte in US-Aktien zu halten und nur rund 3% in Schweizer Werten. Wer passive Kollektivanlagen kauft, stimmt dem nicht ungefährlichen Securities Lending in diesen Gefässen zu. Zudem akzeptiert, wer rein passiv investiert, erstens ein prozyklisches Verhalten und zweitens gewisse Klumpenrisiken.

Ein Beispiel hierfür sind die fünf grössten Titel der Schweizer Börse, auf die mehr als zwei Drittel des Portfoliogewichts entfallen würden. Prozyklisch ist das Verhalten, weil man der Herde folgt und Länder oder Sektoren hoch gewichtet, die gerade von einer Euphorie getragen werden. Beispiele sind Japan, das in den Achtzigerjahren die Hälfte der Kapitalisierung der Weltbörsen stellte, oder der Technologieaktiensektor gegen Ende der glamourösen Neunzigerjahre.

Die Beschränkung des maximalen Anteils einzelner Titel, Sektoren oder Länder sowie der Ausschluss minderer Anlagequalitäten bei Anleihen (BBB und tiefer) stellen zwar gemessen an der Zusammensetzung der Vergleichsindizes einen aktiven Eingriff dar, der aber mit Blick auf die Risikobegrenzung nachvollziehbar ist. Es soll nur das aktiv gesteuert werden, was sich effektiv steuern lässt.

Da gibt es zwei grundsätzliche Anlageüberlegungen. Auf der Ebene der Einzeltitel sind Prognosen kaum möglich, der Segen der Diversifikation der Einzelrisiken soll daher genutzt werden. Klumpenrisiken gilt es zu vermeiden. Folglich muss aktiv von Indizes abgewichen werden, auch um einer Überdiversifikation der Anlagen zu entgehen – man braucht in einem Portfolio keine 200 Einzeltitel, um diversifiziert zu sein. Einige Studien zeigen überdies, dass gleichgewichtete Portfolios effizienter und robuster sind als indexierte, aber auch als prognosebasierte Anlagemodelle.

Skepsis ist auch angezeigt, wenn auf der Ebene der Anlagekategorien mit guraften Prognosen die Aktienquote prozyklisch in der Krise fast auf null reduziert wird oder im Boom der Anleger zu mutig wird. Die Aktienquote sollte entgegen dem Herdentrieb, antizyklisch innerhalb gesetzter Bandbreiten bewirtschaftet werden, was ein aktives – aber nicht prognosebasiertes – Element enthält.

Umsichtig bewirtschaften

Das ist der einzige Weg, langfristig nicht nur die Risiken einer hoffentlich fundiert gewählten Anlagestrategie zu tragen, sondern auch in den Genuss eines möglichst hohen Ertragspotenzials zu kommen. Ein grosses Anlagerisiko in der Praxis ist nämlich, dass man an mutigen (sich dann aber als falsch erweisenden) Prognosen scheitert, deswegen bei Tiefst die Aktienquote aktiv reduziert und in Cash oder eine überbewertete Anlagekategorie – zurzeit beispielsweise Immobilienfonds – umschichtet. Im ersten Fall bleibt man ewig auf dem Verlust sitzen, und im zweiten Fall droht sogar ein Folgeverlust.

Aktives Management ist heute oftmals ein Spielplatz von Prognostikern, Geschichtenerzählern, Portfoliogurus und Marketingartisten. Es braucht jedoch keine neuen Anlagekonzepte, die alten müssen bloss verstanden und konsequent umgesetzt werden. Das aktive Management der Anlagen sollte nicht als prognosebasiertes Trading, sondern als umsichtige Bewirtschaftung gelebt werden. Damit der Bock nicht zum Gärtner wird, muss es stets auf dem gesunden Menschenverstand von unabhängig denkenden Entscheidungsträgern basieren.

Dr. Thomas Hauser ist Partner der Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen, Baar.

«Meine Börsenfavoriten für 2009»

Auswertung der Vorjahresempfehlungen des FuW-Redaktionsteams

Wer vor einem Jahr Aktientipps für 2009 abzugeben hatte, sah sich mit einer grossen Herausforderung konfrontiert. Die Finanzkrise wurde immer bedrohlicher, und die Konjunktur klappte zusammen. Bis in den März hinein herrschte an der Börse Weltuntergangsstimmung; wer defensiv ausgerichtet war, wählte sich gut aufgestellt. Doch dann kam die Wende: Zuversicht lebte auf, und das Interesse richtete

sich auf zyklische Werte. Das Redaktionsteam der FuW hat die Herausforderung gut gemeistert. Auf die Bewertungen blickend und mit einem ausgewogenen Mix hat es vor allem dort ansehnliche Ergebnisse erzielt, wo nicht allzu viele defensive Titel auf der Empfehlungsliste standen. In jeder Beziehung am besten hat Adrian Blum abgeschnitten, gefolgt von Dominik Feldges und Monica Hegglin. **CB**

«Meine fünf Börsenfavoriten 2009» – die Bilanz der Empfehlungen

	Kurs am 29.12.08	Kurs am 28.12.09	Performance in %	12-Monate-Höchst in LW	Performance zu Höchst in %
Adrian Blum					
IVG (€)	5.74	5.24	-8,7	8.45	47,2
Gea Group (€)	12.16	15.61	28,4	15.52	27,6
Qiagen (€)	12.00	15.70	30,8	15.98	33,2
Saipem (€)	11.92	24.16	102,7	24.50	105,5
SAP (€)	24.21	32.93	36,0	35.46	46,5
Durchschnittliche Jahresperformance			37,8		52,0
Währungsbereinigte Jahresperformance			38,5		
Dominik Feldges					
Experian (p)	424	614	44,8	639	50,7
BAT (p)	1778	2032,5	14,3	2032,5	14,3
Shire (p)	990	1205	21,7	1213	22,5
Textron (S)	12.75	19.40	52,2	21.00	64,7
Asics (¥)	722	851	17,9	993	37,3
Durchschnittliche Jahresperformance			30,2		38,0
Währungsbereinigte Jahresperformance			35,4		
Monica Hegglin					
Credit Suisse (Fr.)	27.88	52.20	87,2	60.90	118,4
L&S (Fr.)	1975.00	2188.00	10,8	2549.00	29,1
Holcim (Fr.)	59.20	80.00	35,1	79.80	34,8
J&J (S)	58.15	64.70	11,3	65.31	12,3
Eon (€)	27.74	29.06	4,8	30.97	11,6
Durchschnittliche Jahresperformance			29,8		41,3
Währungsbereinigte Jahresperformance			29,4		
Jan Schwalbe					
Monsanto (S)	68.47	82.38	20,3	93.35	36,3
De La Rue (p)	912	983	7,8	1080	18,4
Titan (S)	7.28	8.08	11,0	11.44	57,1
BP (p)	514,25	608,5	18,3	608,7	18,4
Nestlé (Fr.)	41.20	50.60	22,8	51.25	24,4
Durchschnittliche Jahresperformance			16,1		30,4
Währungsbereinigte Jahresperformance			18,4		
Wolfgang Gamma					
Nestlé (Fr.)	41.20	50.60	22,8	51.25	24,4
Holcim (Fr.)	59.20	80.00	35,1	79.80	34,8
SGS (Fr.)	1092.00	1354.00	24,0	1430.00	31,0
Barry Callebaut (Fr.)	692.00	651.50	-5,9	735.45	6,3
Atel/Alpiq (Fr.)	525.00	430.00	-18,1	566.50	7,9
Durchschnittliche Jahresperformance			11,6		20,9
Währungsbereinigte Jahresperformance			11,6		
1 Dollar in Franken	1.059	1.033	-2,5		
1 Euro in Franken	1.481	1.488	+0,5		
1 Pfund in Franken	1.535	1.655	+7,8		

Leserbrief

«Lissabon birgt mehr Zündstoff als Kitt»

FuW Nr. 93 vom 28. November

Die Analyse von Robert Nef vom Liberalen Institut in Zürich über die Europäische Union könnte kaum treffender sein. Die EU ist tatsächlich sehr zentralistisch und bürokratisch. Es mangelt an Demokratie und Bürgernähe. Auch der Vertrag von Lissabon vermag diese Defizite nicht zu beheben. Trotzdem sollte nicht unerwähnt bleiben, dass die EU viele Erfolge vorweisen kann. Vielleicht ergeben sich daraus Kraft und Mut, um zu neuen Ufern aufzubrechen (siehe unten)?

Ohne die EU, die als Taktgeber agierte und einen Reformdruck erzeugte, hätten viele Länder für die Durchführung von Reformen mehr Zeit gebraucht. Dies gilt besonders für die einst kommunistisch orientierten Länder, die heute der EU angehören resp. den EU-Beitritt anstreben. Aber auch in reiferen Ländern wie Deutschland hätte manche Reform zu viel mehr (Regierungs-)Krisen, Streit und

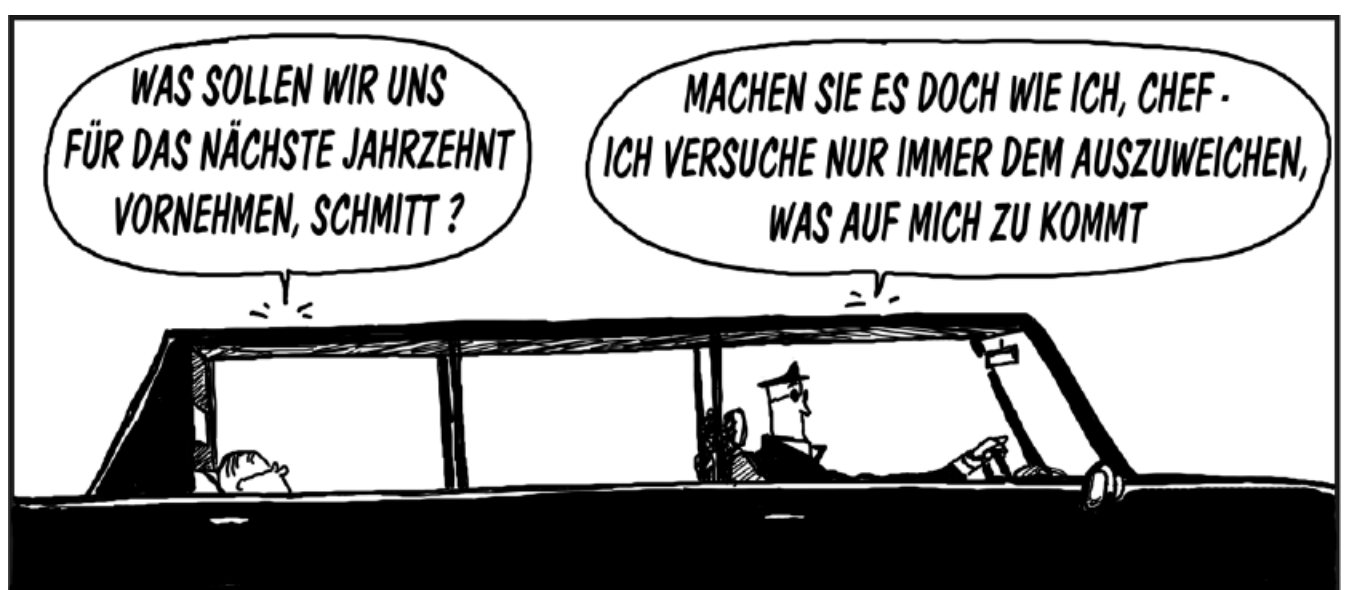
Instabilitäten geführt. Dank der EU kann zudem der Produktionsfaktor Arbeit heute (resp. kurz- oder mittelfristig) in allen EU- sowie in weiteren Ländern (z. B. der Schweiz) frei zirkulieren. Das ist eine beachtliche Leistung. Es stellt sich die Frage, weshalb die Efta diesen wichtigen Bereich ausklammert. Zusammen mit dem freien Kapital-, Güter- und Dienstleistungsverkehr hat die EU damit die besten Voraussetzungen für Wohlstand und Wachstum.

Diese Erfolge sind aber nicht so zu verstehen, dass die Schweiz der EU beitreten sollte. Im heutigen Umfeld – freundschaftliche Beziehungen zu den Nachbarländern, zur EU und zu den meisten Ländern der Welt – ist die Schweiz stabil und stark genug ist, um ihren Weg in bisheriger Weise autonom zu beschreiten. Die Tatsache, dass sich Schweizer und EU-Recht zunehmend angleichen, vermag an dieser Einschät-

zung nichts zu ändern. Um Demokratie und Bürgernähe zu verbessern, wäre es jedoch sinnvoll, wenn die grösseren EU-Länder ihren Regionen mehr Autonomie geben würden. Die Vertreter in Brüssel würden dann nur sekundär nach z. B. Berlin, Paris oder Rom rapportieren, sondern primär nach z. B. München (Bayern), Strassburg (Elsass-Lothringen) oder Turin (Piemont)!
Auch das Recht auf Austritt (oder zumindest das Recht, Vorschriften vorübergehend nicht umzusetzen im Sinne einer Ventilklause) wäre einer Region zuzugestehen. Mit dieser neuen Struktur entstünde mehr Ausgewogenheit. Eine Zersplitterung ist nicht zu befürchten, weder innerhalb von z. B. Deutschland noch innerhalb der EU. Der freie Verkehr der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital sowie ein gemeinsamer Bestand an rechtlichen Normen garantieren dafür.

THOMAS FINK, Otelfingen

Up and Down



©Horsch

www.horschcartoons.de